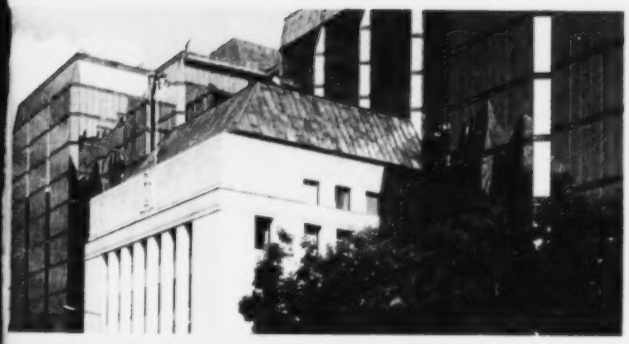
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

October 2008



www.bankofcanada.ca

Canada's Inflation-Control Strategy*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (23 November 2006) and Background Information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (Print)
ISSN 1490-1234 (Online)
Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2008 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Mark Carney, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and John Murray.

The global economy is undergoing a difficult period . . . several articles of faith in the financial system have been shaken. . . . However, there is one constant on which Canadians can rely. The Bank of Canada will not deviate from its relentless focus on its monetary policy mandate to achieve low, stable and predictable inflation. . . . This remains the best contribution that monetary policy can make to sustained growth.

Mark Carney

Governor, Bank of Canada
25 September 2008

Contents

1. Overview 5

2. Recent Developments Affecting Inflation in Canada 7

- Global Developments 7
- Canadian Demand 9
- Canadian Supply 10
- Estimated Pressures on Capacity 13
- Inflation and the 2 Per Cent Target 15

3. Financial Developments 17

- Global Financial Market Conditions 17
- Recent Policy Initiatives 18
- Canadian Credit Conditions 20
- Exchange Rates 22

4. The Outlook 23

- International Background 23
- Aggregate Demand and Supply in Canada 26
- The Projection for Inflation 30
- Risks to the Projection 30

Technical Boxes

1. Revised View of Trend Growth in Potential Output 11
2. The Canadian Housing Sector 28

1. OVERVIEW

Three major interrelated global developments are having a profound impact on the Canadian economy and making the outlook more uncertain than it was at the time of the July *Monetary Policy Report Update*. First and foremost, the intensification of the global financial crisis in recent weeks has been reflected in severe strains in global money and credit markets and sharp falls and extreme volatility in global equity markets. The associated need for the global banking sector to continue to reduce leverage will restrain growth for some time. Second, there is growing evidence that the global economy is heading into a mild recession, led by a U.S. economy that is already in recession and expected to pick up only modestly through 2009. Third, there have been sharp declines in the prices of many commodities since the July *Update*. These developments have reduced inflationary pressures globally.

In response to the global financial crisis, policy-makers in major economies have taken several extraordinary actions to provide liquidity to markets, recapitalize their banking sectors, and restore credit flows. In line with the G7 Plan of Action, these initiatives have reduced the risk of a significantly worse outcome for the global financial system, and Canada's economy and strong financial system will benefit directly. Nonetheless, the deleveraging of the global financial system will take some time to complete, and will involve a larger and more persistent tightening of credit conditions than was assumed in July.

Given these developments, the projection for the Canadian economy has been revised down considerably for 2008 and 2009. However, uncertainty around the Bank's base-case projection for growth and inflation in Canada is much greater than normal, given the unsettled conditions in global financial markets and the rapid deceleration of global growth. The weaker outlook for global demand will increase the drag on the Canadian economy coming from exports. Lower commodity prices will also dampen the outlook, working through a deterioration in Canada's terms of trade to moderate domestic demand growth. The marked tightening in Canadian credit conditions in recent weeks will restrain business and housing investment. As a result, economic activity in Canada is projected to remain sluggish through the first quarter of next year, then to pick up over the rest of 2009 and to accelerate to above-potential growth in 2010, supported by improving credit conditions, the lagged effects of monetary policy actions, and stronger global growth. The recent sizeable depreciation of the Canadian dollar will also provide an important offset to the effects of weaker global demand and lower commodity prices. Overall, the Bank

---

This report includes information received up to the fixed announcement date on 21 October 2008.

projects average annual growth in real GDP of 0.6 per cent in 2008 and 2009, rising to 3.4 per cent in 2010.

The growth of potential output has been slower than previously anticipated, owing to anemic productivity growth that has been only partially offset by a larger-than-expected increase in the supply of labour. The Bank has lowered its estimate for the growth of potential output to 2.3 per cent in 2008, and assumes a gradual rise to 2.5 per cent by 2010.

The Canadian economy is judged to have moved into slight excess supply in the third quarter of 2008. This excess supply is expected to build through to the end of 2009, and is not projected to be fully eliminated until the start of 2011. With growing slack in the economy, and a lower assumed path for commodity prices, inflation pressures in Canada are projected to ease significantly relative to the July *Update*. Core inflation is projected to remain below 2 per cent until the end of 2010. Assuming oil prices in a range of US$81 to US$88 per barrel, consistent with recent futures prices, total CPI inflation should peak in the third quarter of 2008, and is projected to fall below 1 per cent in mid-2009 before returning to the 2 per cent target by the end of 2010.

In October, the Bank lowered its policy rate by 75 basis points and said that, in line with the new outlook, some further monetary stimulus will likely be required to achieve the 2 per cent inflation target over the medium term.

In light of diminished inflationary pressures, the Bank of Canada lowered its policy interest rate by 50 basis points on 8 October, acting in concert with other major central banks. This extraordinary action, together with a 25-basis-point reduction on 21 October, brings the cumulative reduction in the target for the overnight rate to 75 basis points since the Bank's last fixed announcement date. These actions provide timely and significant support to the Canadian economy. The cumulative reduction in the Bank's policy rate since the beginning of December 2007 is now 225 basis points. In line with the new outlook, some further monetary stimulus will likely be required to achieve the 2 per cent inflation target over the medium term.

The Bank judges that the risks are roughly balanced around its revised base-case projection for inflation in Canada—a base case that now incorporates the recent intensification of the global financial crisis, a mild global recession, and the measures that have been taken to resolve the crisis. The evolution of the financial crisis, its impact on the global economy, and the timing of the effect of the various extraordinary measures being taken to address it pose significant risks to the inflation projection on both the upside and the downside.

2. Recent Developments Affecting Inflation in Canada

Global Developments

The global economy is entering a mild recession.

The global economy is entering a mild recession. This is largely due to ongoing dislocations in global financial markets that resulted in tighter credit conditions and to the surge in world commodity prices in the first half of 2008. The slowdown originated in the United States, where problems in the U.S. subprime-mortgage market and falling house prices have spread more broadly to consumption and investment. Economic growth is currently decelerating in Europe and Japan and, to a lesser extent, in emerging-market economies, as the impact of tightening global credit conditions on economic activity and the associated negative feedback loop take hold. Until recently, inflation had been rising in many countries, particularly in emerging-market economies where food is a major component of the consumer basket. In view of the recent sharp decline in world prices for energy and food, global consumer inflation likely peaked during the third quarter.

The housing inventory glut, the reduced availability of mortgage credit, and tighter lending standards continue to depress residential investment in the United States.

Although U.S. economic growth in the second quarter of 2008 was stronger than anticipated owing to the earlier-than-expected impact of the U.S. government's fiscal-stimulus package, activity now appears to be slowing much faster than expected. The ongoing sharp correction in the housing sector continues to exert a significant drag on growth as the inventory glut, the reduced availability of mortgage credit, and tighter lending standards continue to depress residential investment. Household consumption has also been weak because of tighter credit conditions, falling housing and equity prices, declining employment, and high prices for energy and food. In the face of weak domestic demand, heightened uncertainty about the outlook, and adverse credit conditions, business investment has been subdued.

Recent indicators point to a stalling of real GDP growth in Japan and Europe in the second half of 2008. Exports have been restrained by the past appreciation of the yen and the euro, as well as by weaker demand from major trading partners. High world oil prices through much of 2007 and 2008 have also depressed household and business spending. In Europe, the weakness in domestic demand has been exacerbated by tighter credit conditions and corrections in some housing markets.

Growth in newly industrialized and emerging-market economies has also moderated, mainly reflecting less-buoyant external demand. Nevertheless, solid domestic demand has supported

overall growth in these countries, since they have so far been less directly affected by the global financial turmoil. High prices for commodities in the first half of 2008 dampened domestic demand in commodity-importing countries, but boosted revenues and stimulated domestic demand in commodity-exporting countries.

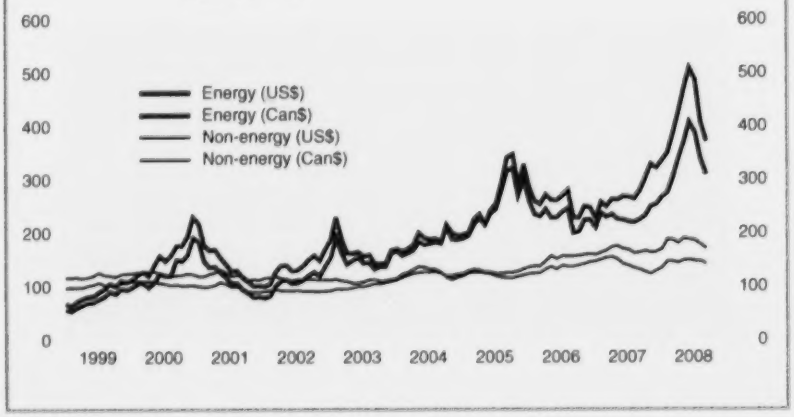
Commodity prices have declined considerably in recent months.

Commodity prices have declined considerably since the July *Update*, especially for energy, largely owing to reduced demand and weaker prospects for global economic growth (Chart 1). Energy prices have been particularly volatile, and are still relatively high by historical standards. The price of light crude oil (West Texas Intermediate), which was about US$140 per barrel at the time of the July *Update*, averaged US$81 in the ten days ending on 17 October 2008. Natural gas prices have also moved down markedly, reflecting both increased supplies and reduced demand as a result of relatively moderate summer temperatures in many parts of North America.

Prices for non-energy commodities, particularly metals, have also decreased, largely in line with the weaker global economic outlook. Declines in the prices of grains and oilseeds have been attributed to the effect of favourable weather conditions on crop yields.

Chart 1 Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100



Canadian Demand

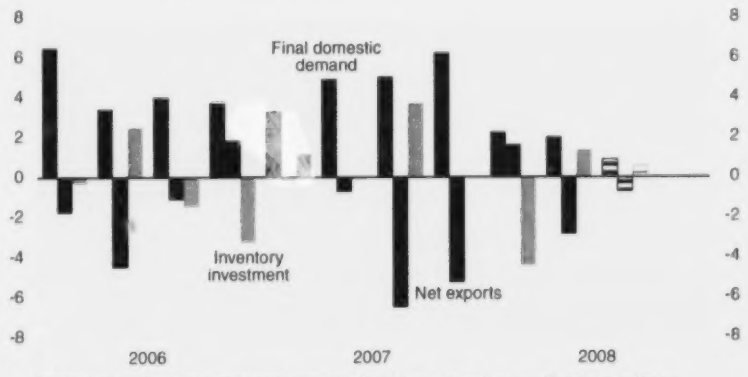
Economic growth in Canada has slowed abruptly this year.

Economic growth in Canada has slowed abruptly this year, following a period of exceptionally rapid growth in the second half of 2007. Export volumes fell, and growth in final domestic demand decelerated noticeably (Chart 2). The substantial rise in Canada's terms of trade and the associated gains in real gross domestic income continued to support domestic demand (Chart 3). However, increased uncertainty related to the deterioration in the global economic outlook, together with some tightening in credit conditions, has dampened household and business expenditures. In addition, spending related to pent-up demand for housing and some durable consumer goods appears to have been largely completed by the end of 2007. Exports continued to fall as a result of reduced U.S. spending on automobiles and machinery and equipment. The result was a net decline in the level of GDP over the first half of 2008.

Available data for the third quarter of 2008 suggest that real GDP growth (at an annual rate) was about 0.8 per cent. The rate of growth of final domestic demand, especially consumer spending, is likely to have decelerated further as a result of slower growth in real income and heightened uncertainty related to the financial market crisis and the deteriorating outlook for the U.S. economy. Exports are expected to have continued to fall.

Chart 2 Contribution to Real GDP Growth

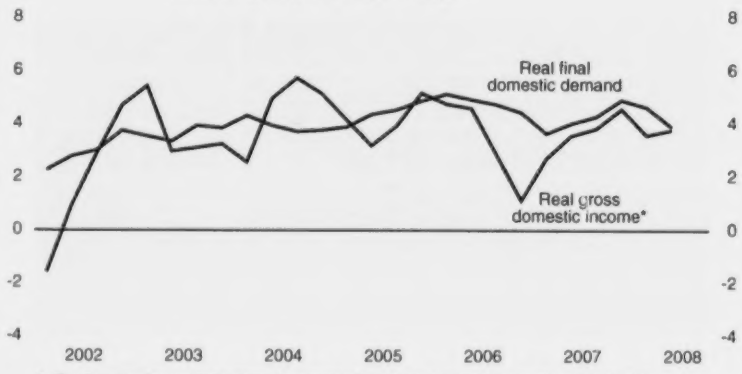
Percentage points, quarterly at an annual rate



Note: GDP estimates for the third quarter of 2008 are based on the Bank's monitoring of current data.

Chart 3 Real Final Domestic Demand and Real Gross Domestic Income

Year-over-year percentage change



* Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

Source: Bank of Canada calculations, based on Statistics Canada information

Canadian Supply

***Potential output in the first half of 2008 grew more slowly than estimated in previous* Reports . . .**

The risk of lower growth in potential output that was identified in previous *Reports* has materialized. Potential output grew more slowly in the first half of 2008 than estimated in previous *Reports* and *Updates*, and growth over the near term will likely be lower than previously assumed as well. This weakness on the supply side of the economy can be attributed to the low growth of labour productivity. Labour productivity in the business sector actually fell by 1.3 per cent from the second quarter of 2007 to the second quarter of 2008 (Chart 4). Trend labour productivity growth (based on the Bank's conventional measure) has recently been close to 1.0 per cent, compared with the assumption of 1.5 per cent used in the Bank's previous projections. While the slowdown in real GDP growth undoubtedly played a role in this weak performance, recent declines in productivity have been most evident in sectors experiencing pronounced labour shortages, such as mining, oil and gas extraction, and construction, which had to draw on less-skilled workers. These have also been among the sectors most affected by the trend rise in global commodity prices in recent years. The lower-than-expected growth of trend labour productivity has been only partly offset by higher-than-expected increases in trend labour inputs. After carefully reviewing the outlook for productivity and labour inputs, the Bank is now estimating potential output of 2.3 per cent in 2008, and assuming lower trend growth in potential output of 2.4 per cent in 2009 and 2.5 per cent in 2010 and 2011 (Technical Box 1).[1]

. . . and assumptions for the future growth of potential output have been lowered.

1. In past *Reports*, the Bank had assumed growth of potential output to be 2.8 per cent in 2008, 2.7 per cent in 2009, and 2.6 per cent in 2010.

Technical Box 1

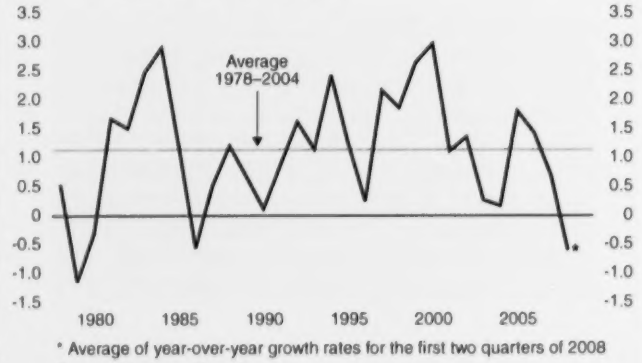
Revised View of Trend Growth in Potential Output

Every October, following the release of historical revisions to the National Accounts at mid-year, the Bank revisits the assumption for future potential output growth that underpins its economic outlook. Potential output is the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflation pressures. Since potential output is not directly observable, it must be estimated. The Bank uses the information from variables that can be observed, such as the labour participation rate, population growth, productivity growth, and wage and price inflation, to generate a conventional estimate of potential output, and projects future growth on the basis of trends in these measures.

For some time now, the Bank has identified the risk that trend growth in potential output could be lower than has been assumed. The recent data for the two building blocks of potential output bear this out: labour productivity has continued to be weaker than anticipated, and this has been only partially offset by stronger-than-expected growth in labour input.

Over the 1978–2004 period, which is long enough for cyclical and irregular effects to wash out, the growth in labour productivity for the total economy averaged 1.2 per cent per year. Recently, this trend appears to have fallen to slightly below 1.0 per cent, owing partly to the considerable amount of structural adjustment under way in the economy and perhaps partly to firms hiring additional labour, given concerns about tightening labour markets (Chart A). As these factors dissipate, aggregate productivity growth should pick up. There are also a number

Chart A
Labour Productivity Growth: Total Economy
Year-over-year percentage change



* Average of year-over-year growth rates for the first two quarters of 2008
Source: Statistics Canada

(cont'd)

Technical Box 1

Revised View of Trend Growth in Potential Output (cont'd)

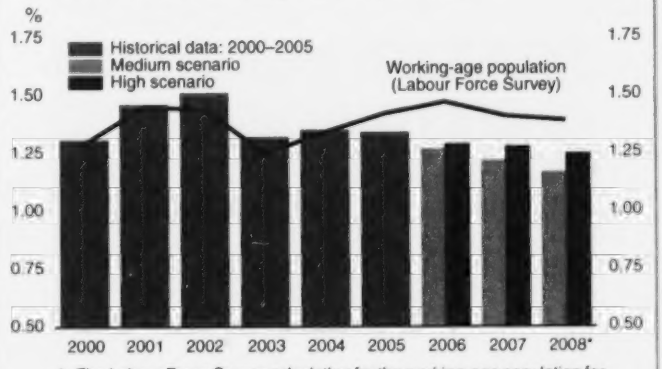
of longer-term factors at play that should tend to boost productivity growth over time. For instance, a number of important productivity-promoting government initiatives, such as the reduction in the effective tax rate on capital and the promotion of interprovincial trade, have been introduced in recent years. As well, firms (especially in the service sector) are likely to undertake initiatives to close part of the gap between Canada's lower level of aggregate productivity and that of the United States. As a result of the combination of both short-run and longer-term forces, it seems reasonable to expect trend productivity growth to gradually return to 1.2 per cent over the next two years.

The working-age population has grown faster over the past three years than even Statistics Canada's most optimistic demographic scenario would have suggested. In light of this development, the growth of trend labour input is expected to hold roughly constant at approximately 1.25 per cent per year through 2011, rather than declining gradually beginning in 2009 (Chart B). An increase in the percentage of workers retiring is still expected to lower the aggregate employment rate.

Combining the estimates for growth in trend labour productivity and trend labour input yields the growth rate for potential output. Based on the above estimates, potential output is estimated to grow by 2.3 per cent in 2008, and is assumed to grow by 2.4 per cent in 2009, and 2.5 per cent in 2010 and 2011. It is important to note that a large margin of uncertainty surrounds these assumptions.

Chart B

Growth of the Working-Age Population

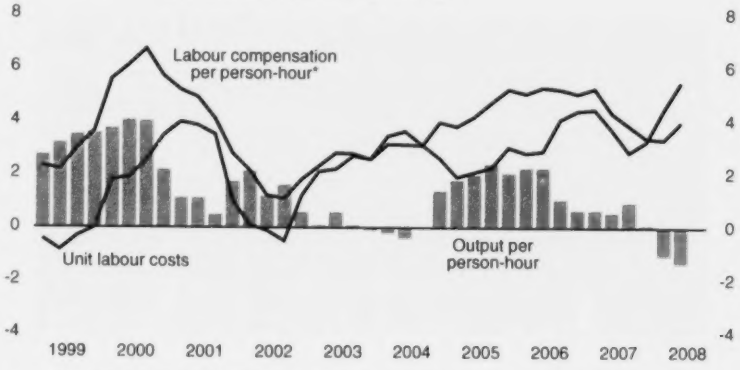


* The Labour Force Survey calculation for the working-age population for 2008 uses data up to September and extrapolates the last three months using the average monthly growth rate in 2008.

Source: Statistics Canada, Labour Force Survey and *Population Projection for Canada, Provinces, and Territories* (91-520-XWE), 15 December 2005

Chart 4 Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

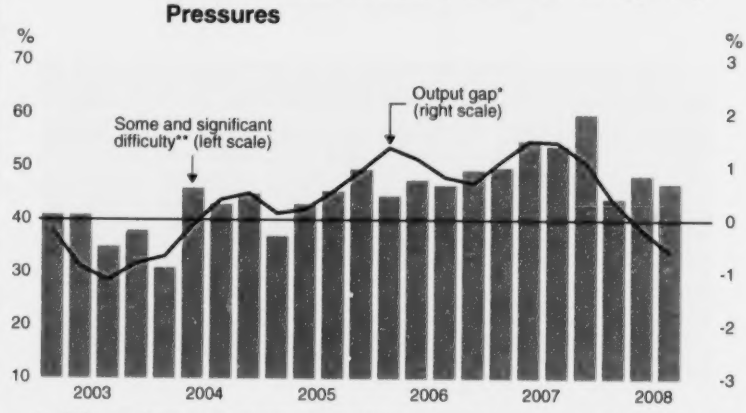
Estimated Pressures on Capacity

Indicators of capacity pressures are mixed. Several measures still point to a modest degree of pressure on production capacity in the third quarter of 2008. In the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, respondents continued to report some strains on capacity, especially in Western Canada (Chart 5). The employment-to-population ratio in the third quarter was down only a little from the record highs reached in February and March, while the unemployment rate was slightly above the 33-year low recorded in October 2007 and in January and February of this year.

Other indicators suggest that the Canadian economy had moved into modest excess supply in the third quarter of 2008. The Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating about 0.6 per cent below its production potential in the third quarter of 2008 (Chart 5).[2] The percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* was somewhat below average. Finally, the 12-month change in the average hourly earnings of permanent workers reported by Statistics Canada in the Labour Force Survey has eased since the beginning of the year (Chart 6).

2. The level of excess supply in the third quarter of 2008, estimated using the Bank's conventional measure, is about the same as that projected in the July *Update*. A downward revision to the projected level of output is largely offset by a slight reduction in the estimated level of potential output. According to Statistics Canada's revised estimates, the contraction in real GDP in the first quarter of 2008 was slightly larger than initially estimated. There was also a small negative surprise to growth in the second quarter, and the Bank's projection for growth in the third quarter has been lowered.

Chart 5 Estimated Output Gap and the Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures

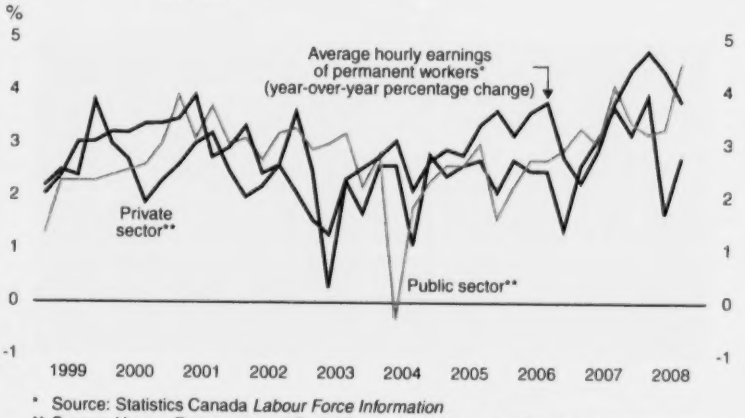


* Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the third quarter of 2008 is based on a projected increase in output of 0.8 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

Chart 6 Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



* Source: Statistics Canada *Labour Force Information*

** Source: Human Resources and Social Development Canada. The last data point plotted is the average of July and August 2008.

The economy moved into slight excess supply in the third quarter of 2008.

After reviewing the indicators of capacity pressures, the Governing Council judges that the economy was operating close to its production capacity in the second quarter of 2008 and moved into slight excess supply in the third quarter.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Total CPI inflation in Canada moved up to 3.5 per cent in August . . .

Total CPI inflation in Canada moved up from 2.2 per cent in May to 3.5 per cent in August, slightly less than projected in the July *Update* (Chart 7). The increase in total CPI inflation mainly reflects the impact of higher prices for crude oil over the past year, and, to a lesser extent, the effect of higher food prices. If the effect of changes in indirect taxes is excluded, the rate of increase in the total CPI in August was 4.0 per cent.

. . . while the core rate of inflation edged up to 1.7 per cent.

After averaging 1.5 per cent since last April, the core rate of inflation edged up to 1.7 per cent in August.[3] The acceleration of food prices was only partly offset by the effect of the deceleration in house prices (Chart 8). With the economy having operated above full capacity for some time, the 12-month rate of increase in the prices of core services other than shelter has remained at an elevated level.

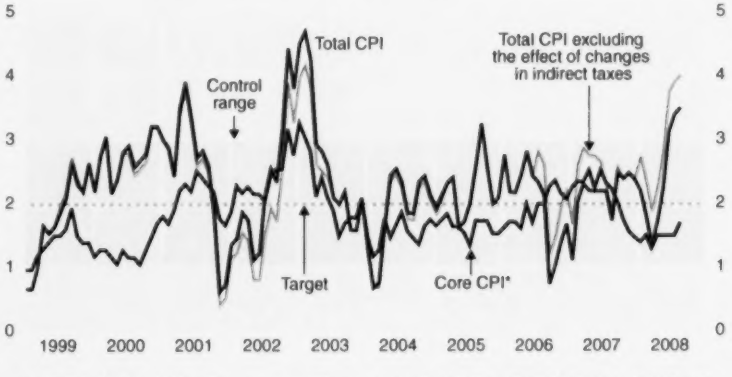
CPIW, an alternative measure of the trend rate of inflation (adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes), was much higher than the core rate in August, largely because of the substantial increases in selected consumer prices for energy (Chart 9). Since energy prices have already declined, this measure likely overstates the underlying trend in inflation.

Inflation expectations over the policy horizon remain well anchored to the 2 per cent inflation target.

The Bank regularly reviews a number of indicators of inflation expectations. While most measures of near-term inflation expectations have stayed fairly high, consistent with the short-term outlook for total inflation, longer-term measures are well anchored to

Chart 7 Consumer Price Index

Year-over-year percentage change

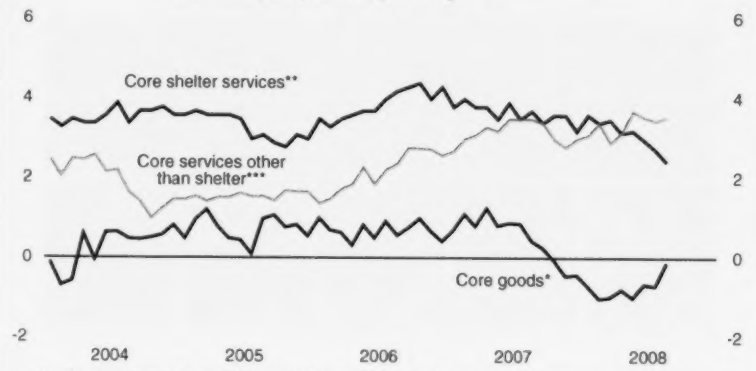


* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

3. The core measure of inflation (CPIX) excludes eight of the most volatile components of the CPI and removes the effect of changes in indirect taxes on the remaining components. The eight volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 8 Goods and Services in the Core CPI, Excluding the Effect of Changes in Indirect Taxes

Year-over-year percentage change

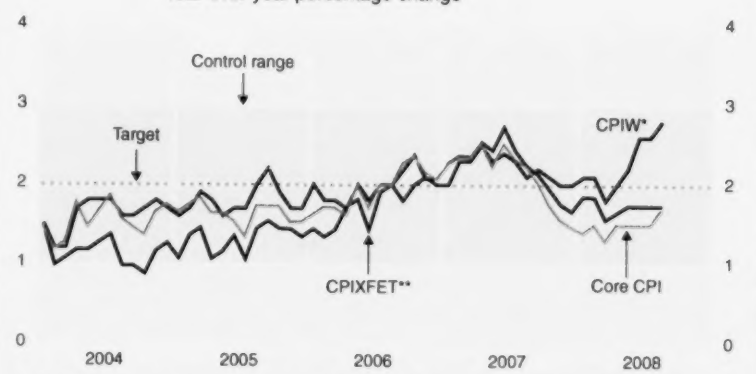


* Excludes fruits, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, and tobacco
** Excludes mortgage-interest costs
*** Excludes intercity transportation and food purchased at restaurants

the 2 per cent inflation target. The measure of near-term inflation expectations reported in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* stayed quite high, with about one-third of firms expecting CPI inflation to be above 3 per cent over the next two years. Consensus Economics' forecast for total CPI inflation in 2009 was 2.1 per cent, and their forecasts of inflation over the longer term have remained close to 2 per cent. Inflation expectations, as measured by the spread between 30-year conventional and Real Return bonds, have moved below 2 per cent in recent weeks.

Chart 9 Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability. In this chart, CPIW has been adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes.
** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

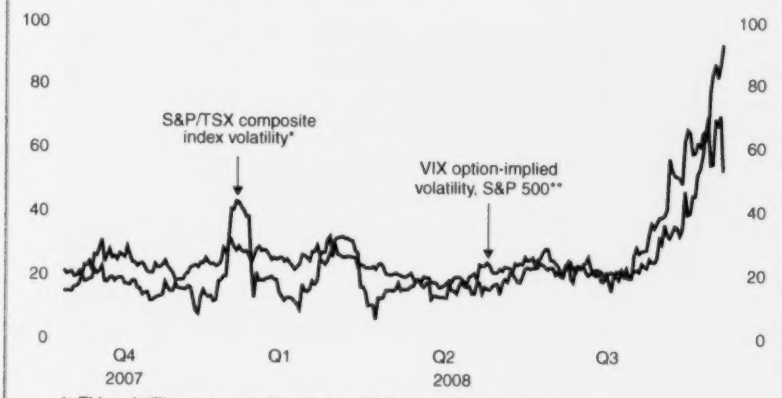
3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

Global Financial Market Conditions

Global credit conditions have deteriorated sharply in recent weeks.

The global financial turmoil that began in the late summer of 2007 has worsened in the past two months to become the deepest, broadest, and most persistent financial crisis in decades. Failures or near-failures of several large financial institutions in the United States and Europe intensified these financial strains, and uncertainty over the magnitude of additional credit-related losses increased. Credit spreads reached unprecedented levels, and risk aversion has risen abruptly. The combination of deleveraging and falling asset prices has resulted in extremely volatile and difficult financial conditions (Chart 10). Liquidity in financial markets contracted sharply, as financial institutions became increasingly reluctant to lend to each other (Chart 11). The growing difficulty of raising capital and credit, the increased cost of borrowing, and the related effects on confidence are contributing importantly to the slowdown in the global economy.

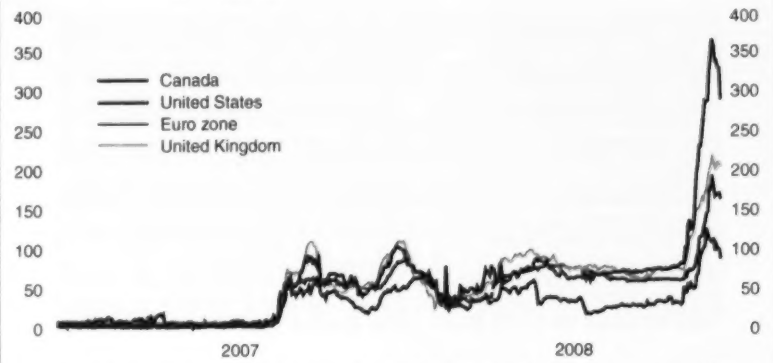
Chart 10 Equity Market Volatility



* This volatility measure is based on a 10-day historical average.
** The VIX, which is the common name for the Chicago Board Options Exchange Volatility Index, is a popular measure of the implied volatility obtained from option contracts in the S&P 500 index.
Source: Bloomberg

Chart 11 Spreads between 3-Month Interbank Offered Rates and Overnight Index Swaps*

Basis points



* The difference between 3-month interbank offered rates and their respective overnight index swaps: for the United States and the United Kingdom, LIBOR; for the euro zone, EURIBOR; and for Canada, CDOR.

Source: Bloomberg

Recent Policy Initiatives

Extraordinary measures have been taken by authorities to improve the functioning of markets.

In response to the intensification of the financial crisis, governments and central banks have taken a series of unprecedented initiatives to stabilize the financial system and limit further negative feedback into the real economy.

Recent global initiatives to improve the functioning of *financial markets* have included the provision of significant additional overnight and term liquidity, capital injections for financial institutions, guarantees of bank deposits and borrowing, and purchases of bad assets. These measures are aimed at reactivating the intermediation process by supporting an orderly deleveraging of the financial system,[4] strengthening the capital position of financial institutions, and protecting the interests of depositors and other creditors. The G7 Plan of Action, announced on 10 October, provided the foundation for urgent and unprecedented measures in the euro area, the United Kingdom, and the United States to stabilize financial markets and restore the flow of credit.

The Bank of Canada has supported market liquidity at longer terms.

Over the past month, the Bank of Canada has undertaken a series of operations to reinforce the target for the overnight rate and support market liquidity at longer terms. To strengthen the impact of its term operations, the Bank has significantly increased the size

4. This is not an issue for Canadian financial institutions whose absolute leverage is markedly lower than most of their international peers. As a simple illustration, major Canadian banks have an average asset-to-capital multiple of 18. The comparable figure for U.S. investment banks is over 25, for European banks, in the 30s, and for some major global banks, over 40.

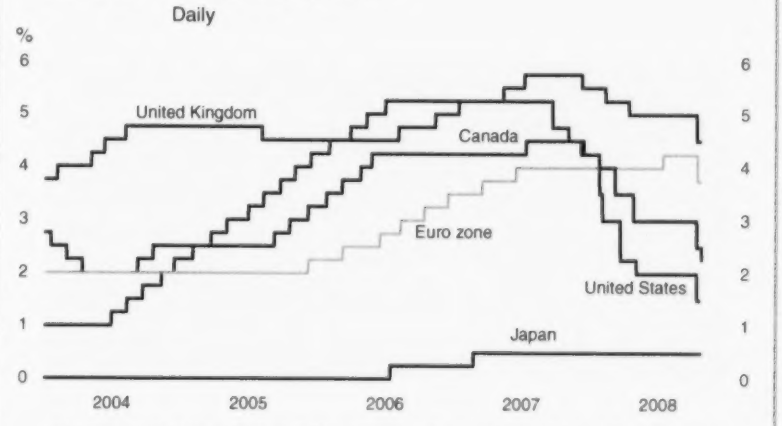
and frequency of such operations and broadened the lists of acceptable collateral and eligible counterparties. In coordination with other central banks, the Bank of Canada established a US$30 billion swap facility with the U.S. Federal Reserve in September as a precautionary measure to provide U.S.-dollar liquidity in Canada should it be required. The Bank will provide exceptional liquidity to the Canadian financial system as long as conditions warrant. Taken together, these measures strengthen the effectiveness of the monetary policy transmission process in these difficult market circumstances.

Central banks took unprecedented concerted action to reduce policy rates in early October.

Reflecting the rapidly changing outlook for growth and inflation, central banks from a number of industrialized countries took concerted *monetary policy* action to cut policy rates on 8 October 2008. As part of this initiative, the U.S. Federal Reserve lowered the target for its federal funds rate by 50 basis points to 1.50 per cent, bringing the amount of the reduction since the beginning of the credit-market turmoil in August 2007 to 375 basis points (Chart 12). Included in this concerted action was a 50-basis-point reduction in policy rates announced by both the European Central Bank and the Bank of England.

Chart 12 Official Policy Rates

Daily



Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England, and European Central Bank

In Canada, the 50-basis-point cut on 8 October as part of the concerted action and a further 25-basis-point reduction on 21 October have resulted in a reduction in the target overnight rate by 225 basis points since the beginning of December 2007 to its current level of 2.25 per cent.

Canadian Credit Conditions

Global financial stresses have spread more broadly through Canadian credit markets.

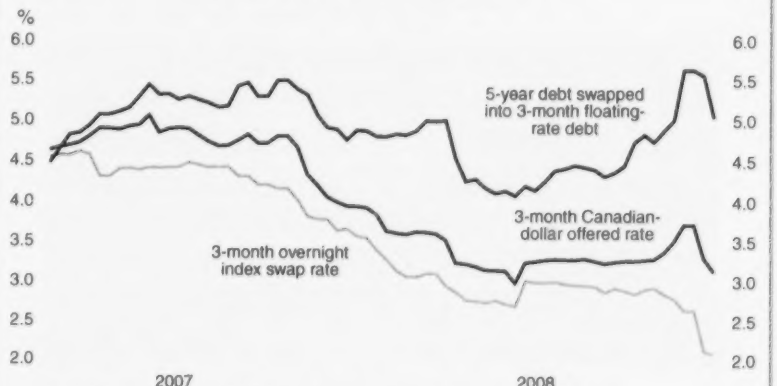
In spite of the healthy position of Canadian financial institutions, the intensification of the global financial crisis has led to a substantial tightening of credit conditions in Canada. Given the high degree of volatility and risk aversion in recent weeks, there is considerable uncertainty around any assessment of current credit conditions in Canada. In particular, it is difficult to measure the non-price factors that may limit the availability of credit.

Credit spreads for financial institutions, as measured by the difference between a weighted average of borrowing rates across the term structure and the expected overnight rate, spiked to around 200 basis points in early October. While strong actions taken by governments and central banks to support financial institutions have led to some retracement in these spreads, it is expected that spreads will be reduced only slowly as confidence is gradually rebuilt. Since the onset of the financial market turbulence in August 2007, effective borrowing costs for Canadian financial institutions have eased somewhat, with the rise in credit spreads more than offset by the 225-basis-point cumulative reduction in the target overnight rate (Chart 13). These indicative borrowing costs likely do not, however, adequately take account of the decreased availability coming from illiquid and risk-averse interbank markets.

Credit conditions for businesses have tightened considerably in recent months.

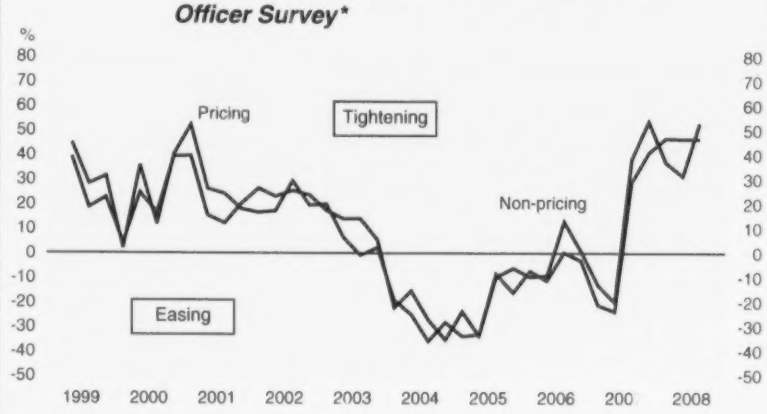
Deteriorating conditions in financial markets in recent weeks have also severely impaired the access of Canadian non-financial firms to short-term and long-term debt markets. Indeed, corporate debt and equity issuance have effectively stopped. In addition, non-price-related terms and conditions for bank intermediated credit have continued to tighten. Even before the recent intensification of the financial crisis, respondents to the Bank's *Senior Loan Officer Survey* and *Business Outlook Survey* reported widespread

Chart 13 Canadian Bank Funding Costs



Note: The last data point for these weekly series is Friday, 17 October 2008.
Sources: Bloomberg, Canadian commercial banks, and Bank of Canada calculations

Chart 14 Pricing and Non-Pricing Lending Conditions: Balance of Opinion from the *Senior Loan Officer Survey



Note: Each series is the simple average of the balance of opinions for the small business, commercial, and corporate sectors.
* The balance of opinion is calculated as the weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.

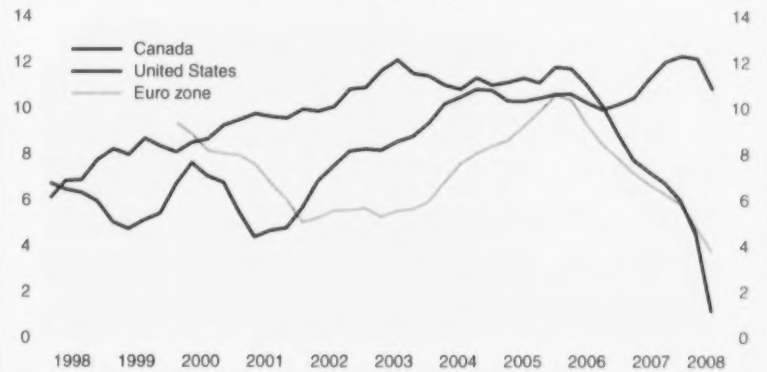
tightening in both the pricing and availability of credit (Chart 14). Growth of business credit has fallen slightly below its historical average.

Credit growth for Canadian households has slowed only slightly in recent months and, based on the most recent data, remains surprisingly strong by historical or international comparisons (Chart 15). There is little evidence thus far that non-price-related terms or conditions have tightened significantly for household borrowers. Growth in household credit is, however, expected to moderate further as housing prices decline modestly and as real income growth decelerates.

The growth of household credit has remained surprisingly strong but is expected to moderate in the coming months.

Chart 15 Total Household Credit

Year-over-year percentage change



Note: The last data point plotted is the average of July and August 2008.
Sources: Bank of Canada, BIS, U.S. Federal Reserve

Exchange Rates

The Canadian dollar has depreciated sharply.

The trade-weighted index for the Canadian dollar has fallen by 14 per cent since the July *Update* (Chart 16). Major currencies have been strongly affected by mounting concerns over a global recession, changing expectations about policy rates, and by portfolio adjustments resulting from financial dislocations. The Canadian dollar has traded in a wide range of about 83 to 100 cents U.S. since the July *Update*. It has depreciated sharply over the past few weeks to around 85 cents U.S., reflecting a substantial pullback in commodity prices from record-high levels, as well as the factors noted above.

Chart 16 Exchange Rates

Daily

* CERI: Canadian-dollar trade-weighted index (against U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Mexican peso, and Chinese renminbi)
Sources: Bank of Canada and Federal Reserve Bank of St. Louis

4. THE OUTLOOK

International Background

The Bank's base-case projection for the global and Canadian economies through to the end of 2010 is presented in this section. The projection assumes that the Canadian dollar will average 85 cents U.S., close to its current level, and that energy prices will move along a path consistent with recent futures prices. Most importantly, the base case assumes that the coordinated Plan of Action recently announced by the G7 countries will stabilize global financial markets and that credit conditions in Canada will gradually improve as these extraordinary measures take hold. The key risks to the base-case projection are outlined at the end of this section.

Global economic growth is projected to decline, reaching recessionary levels in 2009.

Growth in the global economy is projected to decline from 3.7 per cent in 2008 to 2.8 per cent in 2009, well below the potential growth rate of the global economy, reaching levels that most economists would associate with recessionary conditions (Table 1). The weakness will be most evident in the major advanced economies, which are expected to grow at average annual rates between -0.1 and 0.6 per cent in 2009, before gaining strength in the latter part of the year and through 2010. These significant downward revisions to the Bank's projections are due largely to the financial system turmoil and tighter credit conditions that are assumed to be more persistent and more pervasive across countries than in previous *Monetary Policy Reports*. These financial headwinds will take time to dissipate, even with the extraordinary recent policy actions just announced. The headwinds are expected to adversely affect consumer and business confidence, thereby contributing to a sharper and more protracted downturn. While weakness is expected to be concentrated in the advanced countries, softer external demand and somewhat tighter global credit conditions will also restrain growth in emerging markets over the near term. The global economy is expected to pick up in 2010, as financial conditions improve, monetary policy stimulus takes hold, housing sectors in the United States and Europe stabilize, and the effects of the earlier rise in commodity prices recede.

The U.S. economy is judged to be in recession through the first quarter of 2009.

The U.S. economy is judged to be in recession through the first quarter of 2009, and to remain weaker than previously projected over the balance of the year, as tighter credit conditions and waning confidence lower household consumption and reduce residential and business investment. While credit spreads for corporate and household borrowing are expected to improve over the course of the projection horizon, higher borrowing costs, reduced availability of credit as financial deleveraging proceeds, and tighter lending standards will continue to exert a significant drag on real economic

activity. Other drivers of household spending have also weakened more than anticipated, with continued declines in housing and financial wealth, and employment losses reducing real disposable income. Slower export growth is also projected, owing to weaker global demand. After falling by a projected 1.7 per cent in the third quarter of 2008, U.S. real GDP is expected to fall by a further 2.5 per cent in the fourth quarter, and by 0.5 per cent in the first quarter of 2009, as the stimulus of temporary tax rebates on household consumption fades and tighter credit conditions and confidence effects take hold.

Several factors, however, begin to support a modest recovery through 2009 and then lead to above-potential growth in 2010.[5] These factors include low policy interest rates, the gradual elimination of excess supply in the housing sector, and the normalization of credit conditions, which are expected to support the recovery in domestic demand. In addition, U.S. exports should continue to benefit from the past and expected real depreciation of the U.S. dollar.

Recent data also indicate significantly less momentum in short-term growth in Europe and Japan than previously assumed. Output

Table 1 Projection for Global Economic Growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]			
		2007	2008	2009	2010
United States	22	2.0 (2.2)	1.2 (1.6)	-0.1 (1.5)	3.2 (3.3)
European Union	20	2.7 (2.7)	1.0 (1.7)	0.3 (1.5)	3.0 (2.3)
Japan	7	2.0 (2.0)	0.5 (1.7)	0.6 (1.5)	2.2 (1.7)
China and Asian NIEs[c]	14	10.2 (10.2)	8.1 (8.9)	7.3 (7.6)	7.5 (7.4)
Others	37	6.6 (6.3)	5.5 (5.4)	4.5 (4.6)	5.5 (5.5)
World	100	5.0 (4.9)	3.7 (4.1)	2.8 (3.4)	4.6 (4.4)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, *WEO Update*, January 2008.
b. Numbers in parentheses are projections from the July 2008 *Monetary Policy Report Update*.
c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.
Source: Bank of Canada

5. Note that the growth rate of U.S. potential output has been revised down somewhat over recent years and over the projection horizon. These changes (about -0.1 percentage points on average annual growth) mainly reflect the impact of historical revisions to real GDP, which suggest lower growth in trend productivity and labour input. As a result, the growth rate of U.S. potential output is now assumed to slow from about 2.6 per cent in the 2007–08 period to about 2.2 per cent in the 2009–10 period.

growth is expected to be well below potential for the remainder of 2008 and in 2009, reflecting reduced demand for exports stemming from the adverse impact of the past appreciation of their currencies and weaker global demand. Domestic demand will also be dampened by tighter credit conditions and relatively high commodity prices. In the United Kingdom and in the euro area, the ongoing correction in the housing sector will also reduce household and business spending.

Slower export demand from advanced economies will moderate economic growth in emerging-market economies. The base-case projection assumes monetary and fiscal policy action to support a sustainable rate of growth in these countries while alleviating underlying inflationary pressures. In key emerging-market economies, such as China, a shift towards a relatively greater contribution from domestic demand, as opposed to exports, is assumed to be facilitated by a gradual real effective appreciation of their currencies and strong income growth. Financial conditions are expected to be less severe than in the advanced economies.

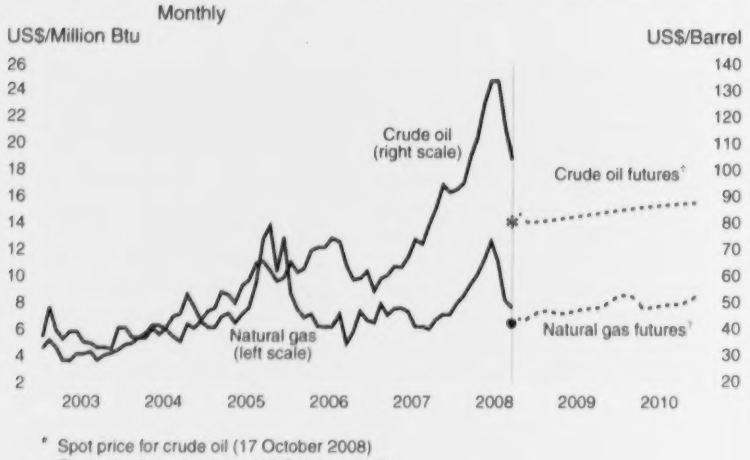
Prices for non-energy commodities are projected to ease further.

Prices for non-energy commodities are projected to decrease by about 10 per cent between the fourth quarter of 2008 and the end of 2010, somewhat more than previously expected, reflecting softer demand for commodities as the global economy slows.

Oil price futures suggest oil prices in a range of US$81 to US$88 per barrel over the projection horizon.

Prices for crude oil are assumed to be in a range of US$81 to US$88 per barrel over the projection horizon based on recent futures prices. This is considerably lower than the prices assumed in the July *Update* (Chart 17). Futures prices for natural gas are also lower than assumed in the last *Update*. With tight supplies and considerable uncertainty about demand, commodity prices are expected to remain volatile for some time.

Chart 17 Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices



* Spot price for crude oil (17 October 2008)
• Spot price for natural gas (17 October 2008)
† Based on an average of futures contracts over the 10 days ending 17 October 2008

Aggregate Demand and Supply in Canada

Canada's GDP growth is projected to be 0.6 per cent in 2008 and 2009, and 3.4 per cent in 2010.

Three significant global developments over the past few months—intensification of the financial crisis, the much weaker growth outlook for the United States and other industrialized economies, and the sharply lower profile for commodity prices, especially energy prices—have adversely affected the outlook for the Canadian economy. The downward revision to the assumption for potential output growth also dampens future activity.

As a result, GDP growth in the Bank's base-case projection for Canada is considerably lower in the second half of 2008 and throughout 2009 than in the July *Update* (Table 2). On an average annual basis, the economy is now projected to grow by 0.6 per cent in 2008 and 2009, and by 3.4 per cent in 2010 (Chart 18).

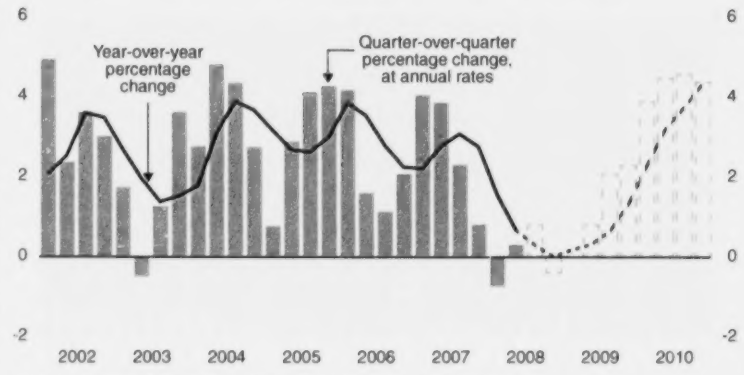
Growth in final domestic demand is expected to be subdued until late in 2009, with growth of consumer spending well below its recent trend. The reduced growth of consumer spending reflects lower projected real income related to the recent reversal in commodity prices, the downward revision to the assumption for potential output growth, and a reduction in household net worth from the recent drop in equity prices and a projected modest decline in housing prices. With the changes in the terms and availability of financing and some decline in confidence, housing investment is projected to move into line with changing demographic requirements more rapidly than previously assumed. This implies a larger

Table 2 Contributions to Average Annual Real GDP Growth
Percentage points*

	2007	2008	2009	2010
Consumption	2.5 (2.5)	2.0 (2.1)	1.5 (2.3)	2.5 (2.4)
Housing	0.2 (0.2)	-0.2 (-0.1)	-0.6 (-0.1)	-0.3 (-0.1)
Government	0.9 (0.9)	1.0 (0.9)	0.7 (0.7)	0.6 (0.6)
Business fixed investment	0.5 (0.5)	0.2 (0.5)	-0.2 (0.5)	0.3 (0.5)
Subtotal: Final domestic demand	4.1 (4.1)	3.0 (3.4)	1.4 (3.4)	3.1 (3.4)
Exports	0.4 (0.4)	-1.5 (-1.1)	-0.6 (0)	1.5 (1.2)
Imports	-1.8 (-1.8)	-0.4 (-0.8)	-0.2 (-1.1)	-1.2 (-1.3)
Subtotal: Net exports	-1.4 (-1.4)	-1.9 (-1.9)	-0.8 (-1.1)	0.3 (-0.1)
Inventories	0 (0)	-0.5 (-0.5)	0 (0)	0 (0)
GDP	2.7 (2.7)	0.6 (1.0)	0.6 (2.3)	3.4 (3.3)
Real Gross Domestic Income (GDI)	3.7 (3.7)	2.0 (4.0)	-1.9 (4.4)	3.2 (3.3)

* Numbers in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report Update*.

Chart 18 Real Gross Domestic Product for Canada*



* The broken line and bars indicate the base-case projection.

decline in real residential activity over 2009 and 2010 than projected in the July *Update* (Technical Box 2). Business investment is also expected to decrease towards the end of this year and through 2009, as a result of the slowdown in global GDP growth, the tightening of credit conditions, and the high level of uncertainty following the intensification of the global financial crisis.

Canadian export volumes are projected to decline through 2009, given the weakness of U.S. demand. However, owing to the weaker growth of final domestic demand, import growth is also expected to decrease. Taken together, this results in a smaller drag on overall growth from net exports in 2009.

With the Canadian economy having moved into excess supply in the third quarter of 2008, and with below-potential growth projected through 2009, spare production capacity continues to increase. However, the return of financial conditions to a more normal state, coupled with the stimulus provided by an accommodative stance of monetary policy, is expected to support a significant acceleration in consumer and capital expenditures in 2010. Exports are also expected to recover in 2010, in response to a lower exchange rate, the completion of the U.S. housing correction, and the recovery of the U.S. economy more generally. Excess supply will be absorbed through 2010, with the economy projected to operate at full potential in early 2011.

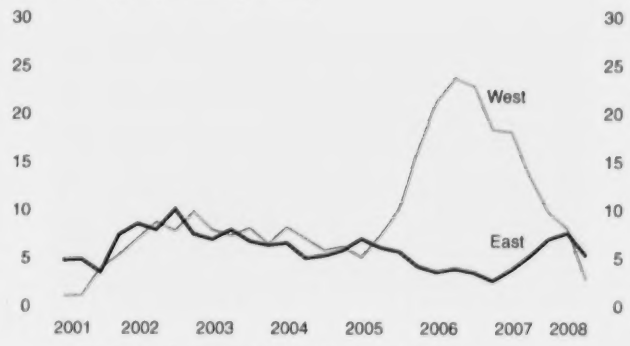
Technical Box 2

The Canadian Housing Sector

After a decade of steady growth in housing investment and substantial increases in house prices, the Canadian housing market is expected to soften over the projection horizon. The robust growth in residential investment in Canada over the 2001–07 period was propelled by strong employment, sustained income growth, rising commodity prices, and a favourable financing environment (i.e., relatively low interest rates, accommodative mortgage terms and conditions, and the availability of home-equity lines of credit that fuelled renovation activity). The strength in housing investment over this period also reflected an unwinding of the pent-up demand that followed the housing downturn in the late 1980s and the subsequent slow recovery during the 1990s.

There was strong growth in house prices from 2001 to 2007, with real prices for existing and new homes increasing by 43 and 28 per cent, respectively. The rate of increase was particularly strong in Western Canada, where the combination of positive net migration, rising income levels, and a limited supply of housing put upward pressure on prices. Housing prices also increased significantly in the rest of the country (Chart A).

Chart A
Canadian Resale House Prices
Year-over-year percentage change



Source: Calculations based on Royal LePage data

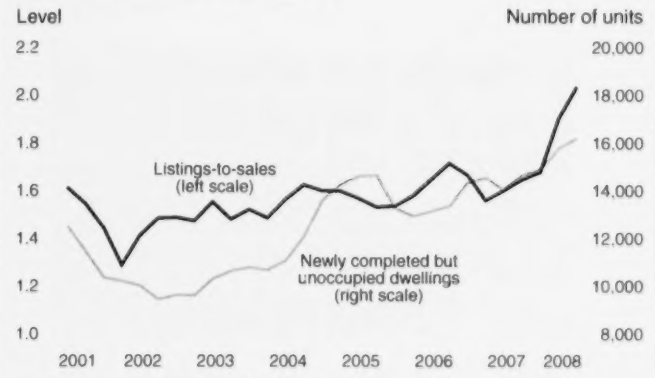
The Bank has been projecting slower growth in housing activity and housing prices for some time, but this has been slow in coming. Over the past two quarters, however, residential investment was weaker than expected and is now projected to decline at a faster pace than previously anticipated for several reasons. First, there are cyclical factors at play. Sluggish economic activity, the related slower employment growth, and weaker terms of trade will restrain income gains, putting downward

Technical Box 2
The Canadian Housing Sector (cont'd)

pressure on demand. Second, tighter credit conditions, together with some loss of confidence due to a heightened level of uncertainty, are also expected to lower the demand and supply for housing over the next year. Finally, renovation activity, which accounted for most of the growth in residential investment over the past three years, is expected to moderate, as it is also affected by softening house prices. Taken together, these developments are now projected to result in a more rapid return of residential construction activity to demographic requirements than previously expected.

The cyclical decline in housing demand, combined with the recent increases in supply (illustrated by the recent pickup in listings and newly completed but unoccupied dwellings), is expected to lead to modest price declines in most regions of the country, with larger decreases anticipated in markets that previously experienced the largest run-up in prices (Chart B). As indicated in previous *Monetary Policy Reports*, rising house prices have been an important contributor to real household spending, including renovation activity (through home-equity borrowing). This support will be substantially diminished going forward.

Chart B
Housing Market Indicators



Sources: Canadian Real Estate Association and Canada Mortgage and Housing Corporation

The Projection for Inflation

Core inflation is projected to decline in 2009, before returning to 2 per cent by the end of 2010.

Core CPI is projected to edge up to 1.8 per cent in the fourth quarter of 2008, as the impact of earlier reductions in automobile prices diminishes and more than offsets the slight downward pressure exerted by excess supply in the economy (Table 3). However, modest reductions in housing prices and a widening output gap should cause the core rate to ease in 2009, reaching a low of 1.5 per cent. As the amount of excess supply diminishes, and with some upward pressure from increases in import costs, the core rate is expected to move up to 2 per cent by the end of 2010.

Total CPI inflation is expected to fall below 1 per cent in mid-2009 and return to the 2 per cent target by the end of 2010.

The projection for the 12-month rate of increase in the total CPI is lower than that in the last *Update*, owing mainly to the lower assumed prices for crude oil. Total CPI inflation is projected to fall below 1 per cent in mid-2009. With inflation expectations well anchored and aggregate demand and supply returning to balance, total inflation is expected to return to the 2 per cent target by the end of 2010.

Table 3 Summary of the Base-Case Projection[a]

	2008				2009		2010
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)[b]	-0.8 (-0.3)	0.3 (0.8)	0.8 (1.3)	-0.4 (1.8)	0.4 (2.8)	2.2 (3.2)	4.4 (3.4)
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.6 (1.7)	0.7 (0.9)	0.3 (0.6)	0 (0.9)	0.2 (1.9)	1.0 (2.8)	3.4 (3.3)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.4 (1.4)	1.5 (1.5)	1.6 (1.5)	1.8 (1.8)	1.7 (1.9)	1.6 (2.0)	1.9 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.8 (1.8)	2.3 (2.2)	3.4 (3.8)	2.6 (4.1)	1.7 (3.6)	1.0 (2.0)	1.9 (2.0)
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	2.9 (2.8)	4.0 (4.4)	3.2 (4.7)	1.7 (3.6)	1.0 (2.0)	1.9 (2.0)
WTI[c] (level)	98 (98)	124 (124)	119 (141)	82 (142)	82 (143)	84 (142)	87 (141)

a. Numbers in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.
b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.
c. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 October 2008.

Risks to the Projection

The Bank judges that the risks are roughly balanced around its revised base-case projection for inflation in Canada—a base case that now incorporates the recent intensification of the global financial

crisis, a mild global recession, and the measures that have been taken to resolve the crisis. The evolution of the financial crisis, its impact on the global economy, and the timing of the effect of the various extraordinary measures being taken to address it pose significant risks to the projection on both the upside and the downside.

On the downside, although the extraordinary initiatives being undertaken to provide liquidity, recapitalize banks, and restore credit flows will improve the functioning of markets and the amount of credit extension, there is the risk that this process could take longer than assumed in the base-case projection. Furthermore, the interplay between tighter credit conditions and slowing economic activity could be even more severe than assumed, depressing the outlook for global growth, the level of commodity prices, and prospects for Canadian economic growth, thereby reducing inflation pressures. On the upside, the improvement in financial conditions could be more rapid than assumed in the base-case projection. This, together with the boost to business and consumer confidence that such a resolution would likely engender, represents an upside risk to the projection for Canadian growth and inflation.

In addition to this principal area of risk, there are several other upside and downside risks to the projection for inflation in Canada.

Global inflationary pressures continue to pose some upside risk. Although commodity prices have declined and global aggregate demand is weakening, there are still indications of underlying inflation pressures in emerging-market economies that could spill over to Canada through higher-than-projected import prices. Second, while potential growth has been marked down in the base case, productivity could continue to disappoint, further reducing growth in potential output and increasing inflationary pressures. Third, business investment could pick up more than projected, given expressed intentions and the ability of many firms to finance from internal sources.

On the downside, as consumer spending slows, retailers could increase discounting, given the high profit margins that currently exist. This would put more downward pressure on inflation in Canada. There could also be additional downward pressure on inflation from housing prices, particularly in areas where there has been a very sharp run-up in prices.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca
website: www.bankofcanada.ca

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces

1583 Hollis Street, 5th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4
David Amirault, *Senior Regional Representative (Economics)*
Monique LeBlanc, *Senior Regional Representative (Currency)*

Ontario

150 King Street West, 20th Floor, Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9
Jane Voll, *Senior Regional Representative (Economics)*
Manuel Parreira, *Senior Regional Representative (Currency)*

British Columbia and Yukon

200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4
Farid Novin, *Senior Regional Representative (Economics)*
Lori Rennison, *Senior Regional Representative (Economics)*
Trevor Frers, *Senior Regional Representative (Currency)*

Quebec

1501 McGill College Avenue, Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8
Thérèse Laflèche, *Senior Regional Representative (Economics)*
Phuong Anh Ho Huu, *Senior Regional Representative (Currency)*

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories

404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9
Mark Illing, *Senior Regional Representative (Economics)*
Ted Mieszkalski, *Senior Regional Representative (Currency)*

New York Office

Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020–1175 U.S.A.
Zahir Lalani, *Consul and Senior Representative for the Bank of Canada*

For Further Information about the Bank of Canada

Publications

Monetary Policy Report* and *Updates

A detailed summary of the Bank's policies and strategies, as well as a look at the current economic climate and its implications for inflation. *Reports* published in April and October; *Updates* published in January and July. Without charge.

Business Outlook Survey* and *Senior Loan Officer Survey

Published quarterly. Without charge.

Financial System Review

Brings together the Bank's research, analyses, and judgments on various issues and developments concerning the financial system. Published semi-annually. Without charge.

Bank of Canada Review

A quarterly publication that contains economic commentary and feature articles. By subscription.

Bank of Canada Banking and Financial Statistics

A comprehensive package of Canadian data. Published monthly on the Bank's website.

Weekly Financial Statistics

A 20-page package of banking and money market statistics. Published weekly on the Bank's website.

For information about these and other publications, contact:

Publications Distribution,
234 Wellington Street, Ottawa, K1A 0G9

Telephone: 613 782-8248
Toll free in North America: 1 877 782-8248
Fax: 613 782-8874
Email: publications@bankofcanada.ca

Internet

http://www.bankofcanada.ca
Provides timely access to press releases, speeches by the Governor, most of our major publications, and current financial data.

Public Information

For general information on the role and functions of the Bank, contact our Public Information Office.

Telephone: 1 800 303-1282
Fax: 613 782-7713
Email: info@bankofcanada.ca

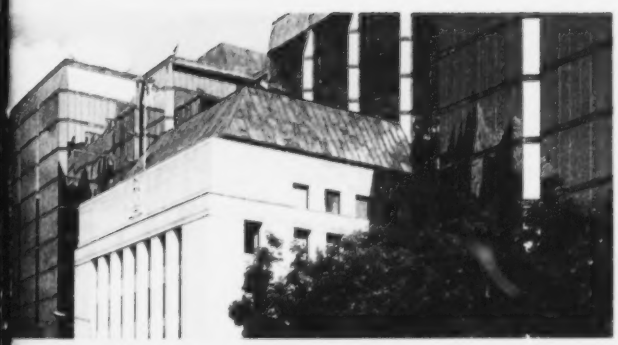
For information on unclaimed balances:

Telephone: 1 888 891-6398
Fax: 613 782-7802
Email ucbalances@bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2008



www.banqueducanada.ca

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (Imprimé)
ISSN 1490-1242 (En ligne)
Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2008 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et John Murray.

L'économie mondiale traverse actuellement une période difficile. [...] plusieurs dogmes financiers ont été ébranlés. [...] Il y a toutefois une constante sur laquelle les Canadiens peuvent compter. La Banque s'attachera à poursuivre sans relâche ses efforts afin d'accomplir le mandat qui lui a été confié sur le plan de la politique monétaire, à savoir maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. [...] C'est encore de cette manière que la politique monétaire peut le mieux contribuer à une croissance soutenue.

Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
25 septembre 2008

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble 5

2. Les facteurs récents qui influent sur l'inflation au Canada 8

La conjoncture internationale 8
La demande au Canada 10
L'offre au Canada 12
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie 13
L'inflation et la cible de 2 % 17

3. L'évolution financière 20

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux 20
Initiatives récentes des pouvoirs publics 20
Les conditions du crédit au Canada 23
Les taux de change 25

4. Les perspectives 27

La conjoncture internationale 27
La demande et l'offre globales au Canada . . . 30
La projection en matière d'inflation 35
Les risques entourant la projection 36

Notes techniques

1. Nouvelle hypothèse concernant le taux de croissance tendanciel de la production potentielle 14
2. Le secteur canadien du logement 33

1. VUE D'ENSEMBLE

Trois grands facteurs mondiaux interreliés exercent une influence marquée sur l'économie canadienne et rendent les perspectives plus incertaines qu'au moment de la publication de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* en juillet. D'abord et avant tout, l'intensification de la crise financière internationale ces dernières semaines s'est traduite par de graves tensions sur les marchés mondiaux de la monnaie et du crédit ainsi que par des chutes brutales et une extrême volatilité sur les marchés boursiers à l'échelle du globe. La nécessité connexe pour le secteur bancaire mondial de continuer à réduire son ratio de levier financier contribuera à restreindre la croissance pendant un certain temps. Ensuite, de plus en plus d'indices montrent que l'économie mondiale se dirige vers une légère récession, provoquée par une économie américaine elle-même déjà en récession et qui ne devrait connaître qu'une reprise modeste au cours de 2009. Enfin, les prix de nombreux produits de base ont fortement reculé depuis la parution de la *Mise à jour*. Ces facteurs ont eu pour effet de réduire les pressions inflationnistes dans le monde.

Face à la crise financière internationale, les décideurs publics de grandes économies ont pris plusieurs mesures extraordinaires afin d'assurer un apport en liquidités aux marchés, de reconstituer le capital de leur secteur bancaire et de rétablir les flux de crédit. Conformément au plan d'action des pays membres du G7, ces initiatives ont diminué le risque d'une nette aggravation de la situation au sein du système financier mondial, et l'économie du Canada et son système financier robuste en profiteront directement. Quoi qu'il en soit, la réduction du ratio de levier financier du système financier mondial ne se fera pas du jour au lendemain et se traduira par un resserrement des conditions du crédit plus important et persistant que ce à quoi on s'attendait en juillet.

Compte tenu de cette évolution, la projection concernant l'économie canadienne pour 2008 et 2009 a été fortement révisée à la baisse. Toutefois, l'incertitude entourant le scénario de référence de la Banque en ce qui a trait à la croissance et à l'inflation au Canada est beaucoup plus grande qu'à la normale étant donné l'agitation qui règne sur les marchés financiers internationaux et la décélération rapide de la croissance mondiale. L'assombrissement des perspectives d'évolution de la demande à l'échelle du globe accentuera l'effet modérateur qu'exercent actuellement les exportations sur l'économie canadienne. La baisse des prix des produits de base, qui donnera lieu à une détérioration des termes de

---

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 21 octobre 2008.

l'échange du pays et ralentira la progression de la demande intérieure, entraînera aussi une dégradation des perspectives. Le resserrement considérable des conditions du crédit au Canada ces dernières semaines freinera les investissements des entreprises et les investissements dans le secteur du logement. En conséquence, l'activité économique au Canada devrait rester anémique jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009, puis s'accélérer durant le reste de l'année et dépasser la croissance du potentiel en 2010, à la faveur de l'amélioration des conditions du crédit, des effets retardés des mesures de politique monétaire et du raffermissement de l'expansion à l'échelle du globe. La dépréciation importante du dollar canadien survenue récemment contribuera également à compenser de façon notable les effets de l'affaiblissement de la demande mondiale et du recul des cours des produits de base. Dans l'ensemble, la Banque projette une croissance annuelle moyenne du PIB réel de 0,6 % en 2008 et 2009 et de 3,4 % en 2010.

La croissance de la production potentielle a été plus lente que ce à quoi on s'attendait précédemment, en raison d'une faible progression de la productivité, qui n'a été que partiellement compensée par une hausse plus marquée qu'escompté de l'offre de main-d'œuvre. La Banque a corrigé à la baisse son estimation du rythme d'expansion de la production potentielle à 2,3 % en 2008, et envisage un passage graduel à 2,5 % d'ici 2010.

On juge qu'une légère offre excédentaire est apparue dans l'économie canadienne au troisième trimestre de 2008. Cette offre excédentaire devrait augmenter jusqu'à la fin de 2009, et on ne s'attend pas à ce qu'elle soit entièrement éliminée avant le début de 2011. Compte tenu des capacités inutilisées grandissantes dans l'économie et de la diminution attendue des prix des produits de base, les pressions inflationnistes au Canada devraient s'atténuer considérablement par rapport à ce qui était avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait demeurer sous les 2 % jusqu'à la fin de 2010. Dans l'hypothèse où les cours du pétrole fluctuent à l'intérieur d'une fourchette allant de 81 à 88 $ É.-U. le baril, ce qui est conforme aux cours récents des contrats à terme, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait culminer au troisième trimestre de 2008 et glisser sous 1 % au milieu de 2009, avant de retourner à la cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

Face à la diminution des pressions inflationnistes, la Banque du Canada a abaissé son taux directeur de 50 points de base le 8 octobre, prenant ainsi part à une action concertée avec d'autres grandes banques centrales. Cette mesure exceptionnelle, conjuguée à une diminution de 25 points de base le 21 octobre, porte la réduction cumulative de la cible pour le taux du financement à un jour à 75 points de base depuis la dernière date d'annonce préétablie de la Banque. Ces actions procureront un soutien important et à point nommé à l'économie canadienne. La baisse cumulative du taux directeur de la Banque depuis le début de décembre 2007 se chiffre maintenant à 225 points de base. À la lumière des nouvelles perspectives, il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

En octobre, la Banque a abaissé son taux directeur de 75 points de base et a déclaré que, à la lumière des nouvelles perspectives, il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

La Banque estime que les risques liés à son scénario de référence révisé au sujet de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés. Ce scénario tient compte maintenant de l'intensification récente de la crise financière internationale, d'une légère récession à l'échelle du globe et des diverses actions menées pour dénouer la crise. L'évolution de la crise financière, son incidence sur l'économie mondiale et le temps nécessaire pour que se fassent sentir les effets des diverses mesures extraordinaires prises pour y remédier font peser des risques majeurs, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection liée à l'inflation.

2. Les facteurs récents qui influent sur l'inflation au Canada

La conjoncture internationale

L'économie mondiale entre actuellement en légère récession.

L'économie mondiale entre actuellement en légère récession. Cette évolution est attribuable en bonne partie aux bouleversements persistants sur les marchés financiers internationaux qui ont entraîné un durcissement des conditions du crédit, ainsi qu'à la flambée des cours des produits de base à l'échelle du globe au premier semestre de 2008. Le ralentissement a débuté aux États-Unis, où les problèmes liés au marché des prêts hypothécaires à risque de ce pays et la chute des prix des maisons se sont propagés plus largement à la consommation et à l'investissement. La croissance décélère en Europe et au Japon et, dans une moindre mesure, dans les pays émergents, à mesure que s'affirment l'incidence du resserrement des conditions du crédit de par le monde sur l'activité économique et l'effet de rétroaction négatif qui lui est associé. Jusqu'à récemment, l'inflation augmentait dans de nombreux pays, en particulier dans les économies à marché émergent, où les aliments constituent un élément important du panier de consommation. Vu le repli marqué des cours mondiaux de l'énergie et des aliments observé récemment, la hausse des prix à la consommation sur le plan international a vraisemblablement culminé durant le troisième trimestre.

Les stocks excédentaires dans le secteur du logement, l'accessibilité réduite aux crédits hypothécaires et le durcissement des critères d'octroi de prêts continuent d'inhiber les investissements dans le logement aux États-Unis.

Bien que, au deuxième trimestre de 2008, la croissance économique aux États-Unis ait dépassé les prévisions — l'incidence du programme de relance budgétaire du gouvernement américain s'étant fait sentir plus tôt qu'on ne s'y attendait —, l'activité semble maintenant ralentir beaucoup plus rapidement qu'escompté. La forte correction en cours dans le secteur du logement exerce encore un effet modérateur considérable sur la croissance, du fait que les stocks excédentaires, l'accessibilité réduite aux crédits hypothécaires et le durcissement des critères d'octroi de prêts continuent d'inhiber les investissements dans le logement. La consommation des ménages s'avère elle aussi anémique à cause du resserrement des conditions du crédit, de la chute des prix de l'immobilier et des cours boursiers, du recul de l'emploi ainsi que des prix élevés de l'énergie et des aliments. Face à la faiblesse de la demande intérieure, à l'incertitude accrue entourant les perspectives et aux conditions défavorables du crédit, les investissements des entreprises stagnent.

Selon les indicateurs récents, la croissance du PIB réel tomberait au point mort au Japon et en Europe au second semestre de 2008. Les exportations ont été bridées par l'appréciation passée du

yen et de l'euro, de même que par le fléchissement de la demande en provenance des principaux partenaires commerciaux. Les niveaux élevés des cours mondiaux du pétrole enregistrés pendant la majeure partie de 2007 et de 2008 ont également pesé sur les dépenses des ménages et des entreprises. En Europe, l'atonie de la demande intérieure a été accentuée par le durcissement des conditions du crédit et les corrections qui se sont opérées sur le marché du logement dans certains pays.

Dans les économies nouvellement industrialisées et à marché émergent, l'expansion s'est aussi modérée, en raison surtout du ralentissement de la demande extérieure. La croissance globale a néanmoins été soutenue par la forte demande intérieure dans ces pays, ceux-ci ayant jusqu'ici été touchés moins directement par les turbulences financières internationales. La cherté des produits de base au premier semestre de l'année a freiné la demande intérieure des pays importateurs de ces produits, mais a fait bondir les revenus et stimulé la demande intérieure des pays exportateurs de matières premières.

Les cours des produits de base ont considérablement reculé ces derniers mois.

Les cours des matières premières, en particulier ceux de l'énergie, ont considérablement reculé depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, ce qui est largement imputable à la diminution de la demande et à l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie mondiale (Graphique 1). Les prix de l'énergie ont été particulièrement volatils et demeurent relativement élevés par rapport à ce que l'on a connu par le passé. Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui avoisinait les 140 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour*

Graphique 1

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

Base 100 de l'indice : 1982-1990

de juillet, s'est chiffré en moyenne à 81 dollars É.-U. durant la *période de dix jours terminée le 17 octobre 2008*. Les cours du gaz naturel se sont aussi repliés sensiblement, par suite de la hausse de l'offre et de la réduction de la demande due aux températures estivales plutôt modérées enregistrées dans de nombreuses régions d'Amérique du Nord.

Les cours des produits de base non énergétiques, surtout ceux des métaux, ont également fléchi, répondant dans une large mesure à la détérioration des perspectives économiques mondiales. La baisse des prix des céréales et des oléagineux est attribuée à l'effet des conditions météorologiques favorables sur les récoltes.

La demande au Canada

La croissance de l'économie canadienne a brusquement ralenti cette année.

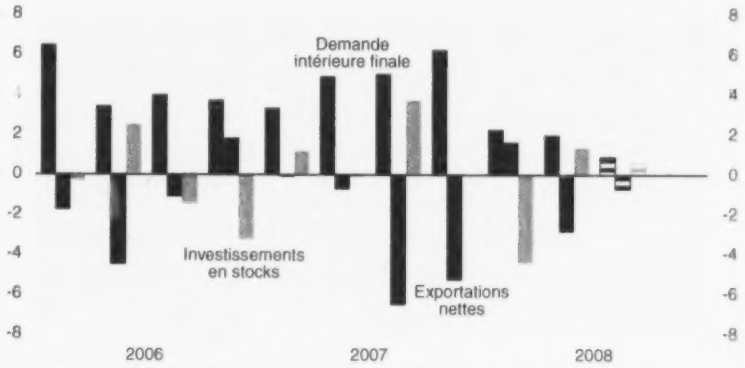
La croissance de l'économie canadienne a brusquement ralenti cette année, après une période d'essor exceptionnellement rapide au second semestre de 2007. Le volume des exportations a chuté et l'expansion de la demande intérieure finale a nettement décéléré (Graphique 2). L'amélioration substantielle des termes de l'échange du Canada et les gains connexes au chapitre du revenu intérieur brut réel ont continué de soutenir la demande intérieure (Graphique 3). Toutefois, l'incertitude accrue relative à l'assombrissement des perspectives économiques mondiales, conjuguée à un certain resserrement des conditions du crédit, a tempéré les dépenses des ménages et des entreprises. En outre, les dépenses liées à la demande refoulée de logements et de certains biens de consommation durables semblent s'être achevées en grande partie à la fin de 2007. Les exportations ont poursuivi leur contraction en raison de la diminution des dépenses en automobiles et en machines et matériel aux États-Unis. En conséquence, le niveau du PIB a accusé un recul net au cours du premier semestre de 2008.

Selon les données disponibles pour le troisième trimestre de 2008, la hausse du PIB réel (en rythme annuel) se serait établie aux alentours de 0,8 %. Le taux d'expansion de la demande intérieure finale, notamment les dépenses de consommation, a probablement poursuivi sa décélération à cause du tassement de la croissance du revenu réel et de l'incertitude accrue liée à la crise des marchés financiers et à la détérioration des perspectives économiques aux États-Unis. On s'attend à ce que les exportations aient encore chuté.

Graphique 2

Contribution à la croissance du PIB réel

En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)

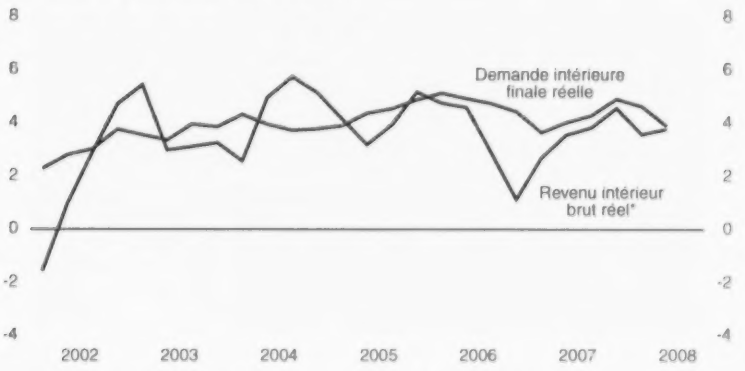


Nota : Les chiffres du PIB pour le troisième trimestre de 2008 sont une estimation de la Banque fondée sur les plus récentes données disponibles.

Graphique 3

Demande intérieure finale réelle et revenu intérieur brut réel

Taux de variation en glissement annuel



* Le revenu intérieur brut réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

Source : Calculs de la Banque du Canada fondés sur des renseignements obtenus auprès de Statistique Canada

L'offre au Canada

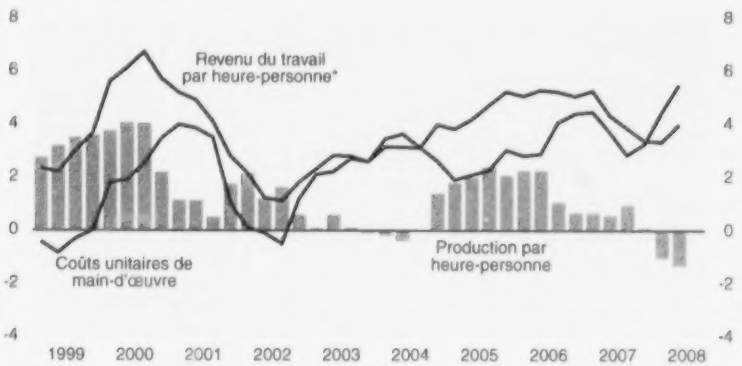
***Au premier semestre de 2008, la production potentielle a crû plus lentement qu'on ne l'avait estimé dans les livraisons précédentes du* Rapport...**

Le risque d'une baisse de la croissance de la production potentielle dont il était question dans les livraisons précédentes du *Rapport* s'est matérialisé. Au premier semestre de 2008, la production potentielle a crû plus lentement qu'on ne l'avait estimé dans les livraisons précédentes du *Rapport* et de la *Mise à jour*, et elle devrait également progresser dans l'avenir immédiat à un rythme inférieur à celui pris pour hypothèse précédemment. L'atonie de l'offre peut s'expliquer par la faible augmentation de la productivité du travail. Dans le secteur des entreprises, celle-ci a effectivement reculé de 1,3 % entre le deuxième trimestre de 2007 et le deuxième trimestre de 2008 (Graphique 4). La croissance tendancielle de la productivité du travail (estimée selon la mesure usuelle de la Banque) s'est récemment approchée de 1,0 %, comparativement au taux de 1,5 % utilisé comme hypothèse dans les projections précédentes de la Banque. Si le ralentissement de l'expansion du PIB réel a sans aucun doute contribué à ce piètre résultat, c'est dans les secteurs aux prises avec d'importantes pénuries de main-d'œuvre, comme ceux de l'extraction minière, pétrolière et gazière et de la construction — qui ont dû recourir à des travailleurs moins qualifiés —, que les récentes baisses de la productivité ont été les plus évidentes. Ces secteurs sont également de ceux qui ont été les plus touchés par la montée tendancielle des prix des produits de base sur les marchés mondiaux ces

Graphique 4

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation en glissement annuel



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

dernières années. La hausse tendancielle plus faible qu'escompté de la productivité du travail n'a été que partiellement contrebalancée par celle plus forte que prévu du facteur travail. Après avoir examiné attentivement les perspectives d'évolution de la productivité et du facteur travail, la Banque estime maintenant que la production potentielle croîtra de 2,3 % en 2008, et elle postule une expansion tendancielle de la production potentielle de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et 2011, soit des taux moins élevés que ceux pris pour hypothèse antérieurement (voir Note technique 1)[1].

... et les hypothèses concernant l'expansion future de la production potentielle ont été revues à la baisse.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Les indicateurs des pressions sur la capacité de l'économie divergent. Plusieurs semblent encore montrer que des pressions d'intensité modeste se sont exercées sur la capacité de production au troisième trimestre de 2008. Les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet automne continuent de faire état de tensions sur la capacité, particulièrement dans l'Ouest du Canada (Graphique 5). Le ratio de l'emploi à la population au troisième trimestre n'a reculé qu'un peu par rapport aux sommets historiques atteints en février et mars, tandis que le taux de chômage a légèrement dépassé le niveau le plus bas en 33 ans qu'il avait enregistré en octobre 2007 ainsi qu'en janvier et février 2008.

D'autres indicateurs donnent à penser qu'une offre excédentaire modeste est apparue dans l'économie canadienne au troisième trimestre de 2008. D'après la mesure de l'écart de production dont se sert habituellement la Banque, l'économie fonctionnait à un rythme d'environ 0,6 % inférieur à son potentiel au troisième trimestre de 2008 (Graphique 5)[2]. La proportion des firmes ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises réalisée cet automne s'établissait quelque peu en dessous de la moyenne. Enfin, le taux de variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tiré des données de l'Enquête sur la population active de Statistique Canada a fléchi depuis le début de l'année (Graphique 6).

---

1. Dans les rapports précédents, la Banque postulait des taux de croissance de la production potentielle de 2,8 % en 2008, 2,7 % en 2009 et 2,6 % en 2010.
2. Le niveau de l'offre excédentaire au troisième trimestre de 2008, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, se rapproche de celui prévu dans la *Mise à jour* de juillet. La révision à la baisse du niveau projeté de la production est largement contrebalancée par la légère réduction du niveau estimé de la production potentielle. Selon les estimations révisées de Statistique Canada, la contraction du PIB réel au premier trimestre de 2008 a légèrement dépassé les premières estimations. La croissance s'est également révélée un peu plus faible qu'escompté au deuxième trimestre, et les prévisions de la Banque en ce qui concerne la croissance pour le troisième trimestre ont été revues à la baisse.

Note technique 1

Nouvelle hypothèse concernant le taux de croissance tendanciel de la production potentielle

Tous les ans au mois d'octobre, après la publication durant l'été des révisions apportées aux estimations parues dans les comptes nationaux, la Banque réexamine l'hypothèse relative à la progression future de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Comme elle ne peut être directement observée, il faut l'estimer. À cette fin, la Banque utilise des variables observables telles que le taux d'activité, la croissance de la population et de la productivité ainsi que l'inflation des salaires et des prix et se sert des tendances qui ressortent de ces mesures pour établir sa projection du taux de croissance.

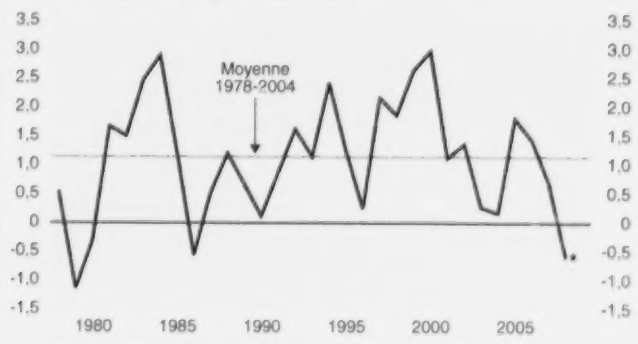
Depuis quelque temps déjà, la Banque met en avant le risque que le taux d'augmentation tendanciel de la production potentielle soit inférieur à celui pris pour hypothèse. Les données récentes concernant les deux éléments constitutifs de la production potentielle abondent en ce sens : le taux de croissance de la productivité du travail est demeuré plus faible que prévu, et cette faiblesse n'a été compensée qu'en partie par une progression du facteur travail plus forte qu'on ne s'y attendait.

De 1978 à 2004, période assez longue pour gommer les perturbations cycliques et les irrégularités, la productivité du travail a crû en moyenne de 1,2 % par an dans l'ensemble de l'économie. Récemment, ce taux semble avoir fléchi pour s'établir légèrement au-dessous de 1,0 % — notamment en raison de l'ampleur de l'ajustement structurel en cours dans l'économie et peut-être aussi du fait que, parce qu'elles appréhendaient un renforcement des tensions sur le marché du travail, les entreprises ont embauché de nouveaux travailleurs (Graphique A). Le taux d'augmentation de la productivité globale devrait se redresser à mesure que ces facteurs se dissiperont. Un

Graphique A

Productivité du travail dans l'ensemble de l'économie

Taux de variation en glissement annuel



* Le chiffre indiqué pour 2008 est la moyenne des taux de croissance en glissement annuel des deux premiers trimestres.

Source : Statistique Canada

Note technique 1

Nouvelle hypothèse concernant le taux de croissance tendanciel de la production potentielle (suite)

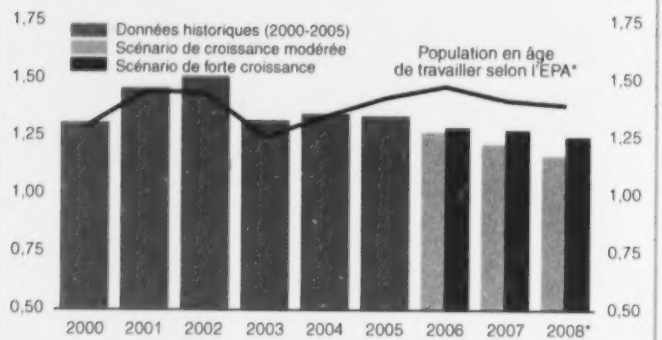
certain nombre de facteurs de plus long terme devraient aussi stimuler la croissance de la productivité au fil du temps. Par exemple, plusieurs initiatives publiques importantes visant à améliorer la productivité, comme la réduction du taux d'imposition effectif du capital et la promotion du commerce interprovincial, ont été lancées ces dernières années. De leur côté, les entreprises (en particulier celles du secteur tertiaire) prendront probablement des mesures en vue de rapprocher le niveau de productivité global observé au Canada de celui constaté aux États-Unis. On peut raisonnablement penser que, sous l'effet conjugué de ces facteurs de court et de long terme, la croissance tendancielle de la productivité remontera progressivement à 1,2 % au cours des deux prochaines années.

Depuis trois ans, la population en âge de travailler a crû à un rythme qui a dépassé même le scénario démographique le plus optimiste de Statistique Canada. La croissance tendancielle du facteur travail devrait par conséquent demeurer relativement stable à environ 1,25 % par an jusqu'en 2011, au lieu de diminuer graduellement à partir de 2009 (Graphique B). On continue de prévoir qu'une hausse du pourcentage des travailleurs qui prendront leur retraite fera baisser le taux d'emploi global.

Pour établir le taux de croissance de la production potentielle, la Banque combine l'estimation des taux d'augmentation tendanciels de la productivité du travail et du facteur travail. Sur la base des chiffres présentés ci-dessus, elle estime que la production potentielle progressera de 2,3 % en 2008 et postule une hausse de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et en 2011. Il convient de préciser qu'une marge d'incertitude importante entoure ces hypothèses.

Graphique B

Taux de croissance de la population en âge de travailler

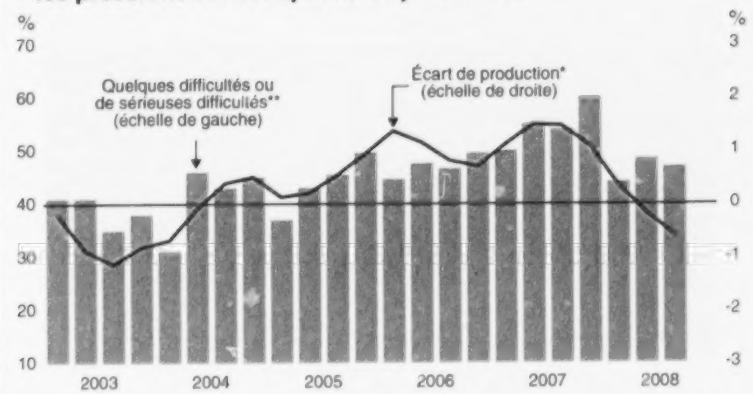


* Pour l'année 2008, la population en âge de travailler selon l'Enquête sur la population active (EPA) a été calculée en complétant les données de janvier à septembre par une extrapolation pour les trois derniers mois fondée sur le taux de croissance mensuel moyen pour les neuf mois précédents.

Source : Statistique Canada, *Enquête sur la population active* et *Projections démographiques pour le Canada, les provinces et les territoires*, publication n° 91-520-XIF au catalogue, 15 décembre 2005

Graphique 5

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2008 se fonde sur une croissance prévue de la production de 0,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

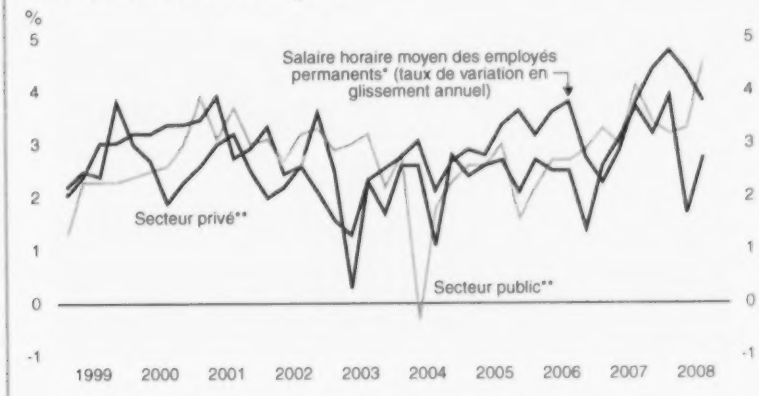
Une offre légèrement excédentaire est apparue au troisième trimestre de 2008.

Après avoir passé en revue les indicateurs des pressions sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait près de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2008 et qu'une offre légèrement excédentaire est apparue au troisième trimestre.

Graphique 6

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



* Source : Statistique Canada, *Information population active*.

** Source : Ressources humaines et Développement social Canada. La valeur la plus récente est la moyenne des chiffres de juillet et d'août 2008.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada est montée à 3,5 % en août...

L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada a augmenté, passant de 2,2 % en mai à 3,5 % en août, soit légèrement en deçà des projections exposées dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 7). Cette hausse reflète principalement l'influence de la montée des cours du pétrole brut durant la dernière année et, dans une moindre mesure, l'effet du renchérissement des aliments. Si l'on fait abstraction de l'incidence des modifications des impôts indirects, le taux d'accroissement de l'IPC global s'est établi à 4,0 % en août.

... tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté légèrement, pour atteindre 1,7 %.

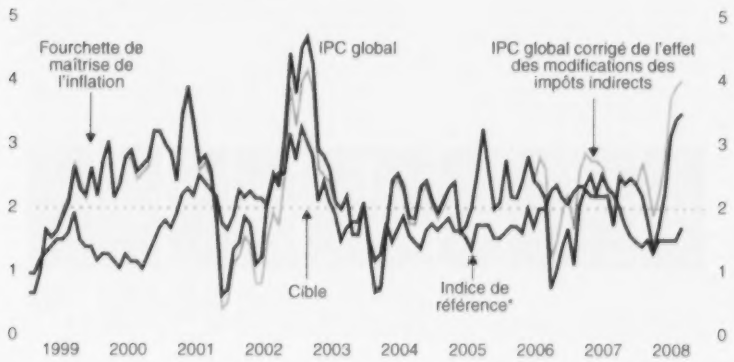
Après s'être située à 1,5 % en moyenne depuis avril dernier, l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté légèrement, pour atteindre 1,7 % en août[3]. L'accélération des prix des aliments n'a été compensée que partiellement par l'effet de la décélération des prix des maisons (Graphique 8). Le fait que l'économie fonctionnait à un niveau supérieur à son potentiel depuis un certain temps a permis au taux de variation sur douze mois des prix des services inclus dans l'indice de référence et non liés au logement de rester élevé.

L'indice IPCP, une autre mesure de l'inflation tendancielle (corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects), a

Graphique 7

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



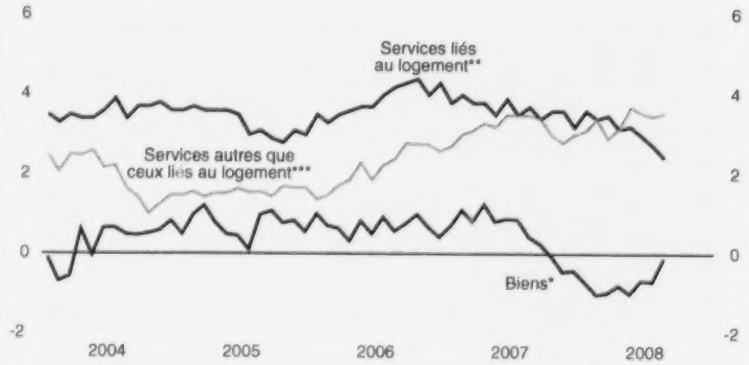
* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

3. L'indice de référence (IPCX) exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Graphique 8

Évolution des prix des biens et des services compris dans l'indice de référence, hors effet des modifications des impôts indirects

Taux de variation sur douze mois



* Exclusion faite des fruits, des légumes, de l'essence, du mazout, du gaz naturel et des produits du tabac
** Exclusion faite des intérêts sur les prêts hypothécaires
*** Exclusion faite du transport interurbain et des aliments achetés au restaurant

fortement dépassé le taux d'accroissement de l'indice de référence en août, en grande part à cause des hausses substantielles des prix à la consommation de certains produits énergétiques (Graphique 9). Comme les cours de l'énergie ont déjà reculé, il est probable que l'indice IPCP surestime la tendance fondamentale de l'inflation.

Les attentes d'inflation à l'horizon visé pour la politique monétaire demeurent bien arrimées à la cible de 2 %.

La Banque suit régulièrement divers indicateurs des attentes d'inflation. Alors que ceux qui portent sur les attentes d'inflation à court terme sont pour la plupart demeurés assez hauts, conformément aux perspectives d'évolution à court terme de l'inflation globale, ceux concernant les attentes à plus long terme sont bien ancrés à la cible d'inflation de 2 %. L'indicateur des attentes d'inflation à court terme qui se dégage de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet automne est resté très élevé : environ le tiers des firmes interrogées pensent que le rythme d'augmentation de l'IPC va dépasser 3 % au cours des deux prochaines années. Selon les prévisions de Consensus Economics, le taux d'accroissement attendu de l'IPC global pour 2009 est de 2,1 %, et les attentes d'inflation à plus long terme continuent d'avoisiner 2 %. Les attentes d'inflation mesurées par l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel sont descendues sous les 2 % ces dernières semaines.

Graphique 9

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois

* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. Dans ce graphique, IPCP a été corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux

Les conditions du crédit à l'échelle du globe se sont fortement détériorées ces dernières semaines.

La tourmente financière internationale qui a débuté à la fin de l'été 2007 s'est aggravée ces deux derniers mois et s'est transformée en une crise financière d'une gravité, d'une ampleur et d'une persistance inégalées depuis des décennies. Les faillites ou quasi-faillites de plusieurs grandes institutions financières survenues aux États-Unis et en Europe ont intensifié ces perturbations financières, et l'incertitude quant à l'étendue des pertes additionnelles liées au crédit s'est accrue. Les écarts de crédit ont atteint des niveaux records et le degré d'aversion pour le risque a augmenté de façon abrupte. La conjugaison de la réduction du levier financier et de la baisse du prix des actifs s'est traduite par des conditions financières extrêmement volatiles et difficiles (Graphique 10). La liquidité s'est fortement érodée sur les marchés financiers, les institutions financières devenant de plus en plus réticentes à se consentir des prêts entre elles (Graphique 11). Les problèmes croissants de mobilisation de capitaux et de crédit, l'augmentation du coût des emprunts et leurs effets sur la confiance contribuent grandement au ralentissement de l'économie mondiale.

Initiatives récentes des pouvoirs publics

Des mesures extraordinaires ont été prises par les pouvoirs publics pour améliorer le fonctionnement des marchés.

Face à l'intensification de la crise financière, les gouvernements et les banques centrales ont pris une série de mesures inédites afin de stabiliser le système financier et de limiter les répercussions négatives sur l'économie réelle.

Parmi les initiatives prises récemment à l'échelle du globe pour améliorer le fonctionnement des *marchés financiers*, mentionnons l'octroi de liquidités additionnelles importantes à un jour et à plus d'un jour, l'injection de capital dans les institutions financières, la garantie des dépôts et des emprunts bancaires et l'acquisition d'actifs de mauvaise qualité. Ces initiatives visent à réactiver le processus d'intermédiation en favorisant une réduction ordonnée du levier financier au sein du système financier[4], en raffermissant la capitalisation des institutions financières et en protégeant les intérêts des déposants et d'autres créanciers. Le plan d'action des pays du G7, annoncé le 10 octobre, a fourni une assise aux mesures urgentes et sans précédent mises en œuvre

4. Le problème ne se pose pas dans le cas des institutions financières canadiennes, dont le niveau absolu de levier financier est largement inférieur à celui de la plupart de leurs homologues étrangères. À titre d'illustration, les grandes banques canadiennes ont un ratio actifs / fonds propres moyen de 18. Le ratio correspondant des banques d'affaires américaines dépasse 25, celui de leurs consœurs européennes se situe dans les 30, tandis que celui de certaines des plus importantes banques à l'échelle mondiale franchit 40.

Graphique 10

Volatilité des marchés boursiers

Source : Bloomberg
* Cette mesure de la volatilité est fondée sur une moyenne de dix jours.
** Le VIX — nom usuel de l'indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange — est une mesure très utilisée de la volatilité implicite, établie à partir des contrats d'option sur l'indice S&P 500.

dans la zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis afin de stabiliser les marchés financiers et de rétablir les flux de crédit.

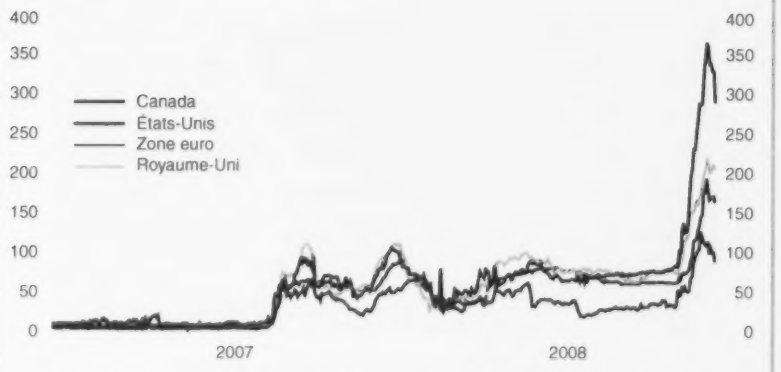
La Banque du Canada a soutenu la liquidité du marché à plus long terme.

Au cours du dernier mois, la Banque du Canada a mené une série d'opérations dans le but de renforcer la cible pour le taux du financement à un jour et de soutenir la liquidité du marché à plus long terme. Pour accroître l'incidence de ses opérations à plus d'un jour, la Banque en a nettement accru la taille et la fréquence,

Graphique 11

Écarts entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux des swaps indexés sur le taux à un jour*

Points de base



* Écarts entre le LIBOR (États-Unis et Royaume-Uni), l'EURIBOR (zone euro) et le CDOR (Canada) et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour
Source : Bloomberg

et élargi les listes des garanties et des contreparties admissibles. De concert avec d'autres banques centrales, la Banque a conclu, en septembre, en guise de mesure de précaution, un accord de swap de 30 milliards de dollars É.-U. avec la Réserve fédérale américaine, qui permettra, si le besoin s'en fait sentir, de procurer des liquidités en dollars américains au Canada. La Banque octroiera des liquidités exceptionnelles au système financier canadien tant que les conditions le justifieront. Prises dans leur ensemble, ces mesures contribuent à améliorer l'efficacité du processus de transmission de la politique monétaire dans ces circonstances difficiles sur les marchés.

Des banques centrales ont mené une intervention coordonnée sans précédent en abaissant leurs taux directeurs au début d'octobre.

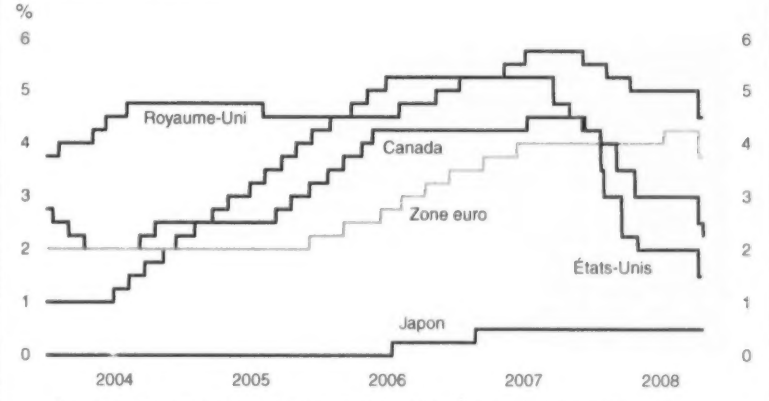
Devant les perspectives d'évolution de la croissance et de l'inflation en rapide mutation, les banques centrales d'un certain nombre de pays industrialisés ont mis en œuvre une mesure de *politique monétaire* concertée en abaissant leurs taux directeurs le 8 octobre 2008. Dans le cadre de cette initiative, la Réserve fédérale a réduit le taux cible des fonds fédéraux de 50 points de base pour le ramener à 1,5 %, ce qui porte le montant de la réduction, depuis le début des perturbations des marchés du crédit en août 2007, à 375 points de base (Graphique 12). La Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont pour leur part diminué leurs taux directeurs de 50 points de base.

Au Canada, la réduction de 50 points de base effectuée le 8 octobre dans le cadre de l'action concertée et celle de 25 points de base du 21 octobre se sont traduites par une baisse cumulative, depuis le début de décembre 2007, de 225 points de base du taux cible du financement à un jour, lequel se situe actuellement à 2,25 %.

Graphique 12

Taux directeurs

Données quotidiennes



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque du Japon, Banque d'Angleterre et Banque centrale européenne

Les conditions du crédit au Canada

Les tensions financières internationales se sont propagées aux marchés du crédit canadiens.

En dépit de la bonne santé des institutions financières canadiennes, l'intensification de la crise financière mondiale a donné lieu à un resserrement important des conditions du crédit au Canada. Étant donné le degré élevé de volatilité et d'aversion pour le risque observé ces dernières semaines, une incertitude considérable pèse sur l'estimation des conditions actuelles du crédit au pays. Plus particulièrement, il est difficile de mesurer les facteurs non tarifaires pouvant limiter la disponibilité du crédit.

Les écarts de crédit pour les institutions financières, mesurés par la différence entre une moyenne pondérée de taux d'emprunt pour l'ensemble des échéances et le taux du financement à un jour attendu, se sont hissés à quelque 200 points de base au début d'octobre. Les actions décisives prises par les gouvernements et les banques centrales à l'appui des institutions financières ont certes contribué à un certain rétrécissement de ces écarts, mais on s'attend à ce que ceux-ci ne baissent que lentement, à la faveur du raffermissement graduel de la confiance. Depuis le début de la tourmente financière en août 2007, les coûts d'emprunt effectifs des institutions financières canadiennes ont diminué quelque peu, la hausse des écarts de crédit ayant été plus que compensée par la réduction cumulative de 225 points de base du taux cible du financement à un jour (Graphique 13). Toutefois, il est probable que ces coûts d'emprunt indicatifs ne tiennent pas compte adéquatement

Graphique 13

Coût de financement des banques canadiennes

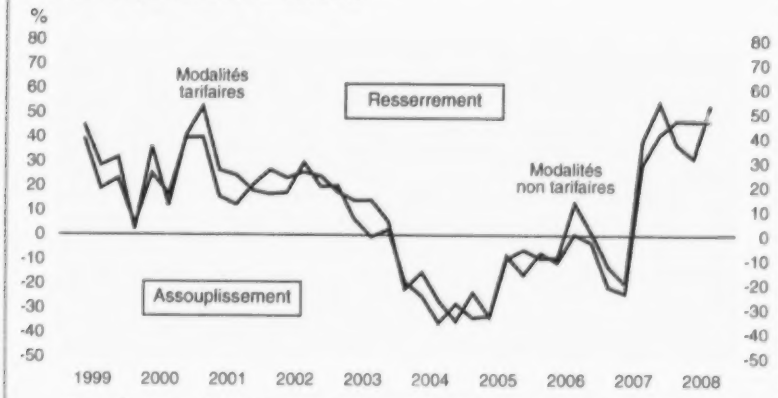
* Le CDOR (*Canadian-Dollar Offered Rate*) est un taux d'intérêt établi quotidiennement sur la base du taux des acceptations bancaires canadiennes.

Sources : Bloomberg, banques commerciales canadiennes et calculs de la Banque du Canada

La valeur la plus récente pour ces trois séries hebdomadaires est celle du vendredi 17 octobre 2008.

Graphique 14

Solde des opinions concernant les modalités tarifaires et non tarifaires des prêts selon l'enquête auprès des responsables du crédit*



Nota : Chaque série représente la moyenne simple du solde des opinions des institutions financières pour les petites entreprises, les sociétés commerciales de taille moyenne et les grandes sociétés.

* Le solde des opinions est égal à la différence entre le pourcentage pondéré des opinions allant dans le sens d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui inclinent vers un assouplissement.

du resserrement de l'offre de crédit dans les marchés interbancaires illiquides et réfractaires au risque.

Les conditions du crédit aux entreprises se sont nettement durcies ces derniers mois.

La détérioration des conditions sur les marchés financiers ces dernières semaines a aussi grandement limité l'accès des entreprises non financières canadiennes aux marchés des titres d'emprunt à court et à long terme. De fait, l'émission d'obligations et d'actions de sociétés a bel et bien été suspendue. En outre, dans le cas du crédit intermédié, les banques ont continué à durcir les conditions de prêt non liées au prix. Même avant la récente intensification de la crise financière, les répondants à l'enquête auprès des responsables du crédit et à l'enquête sur les perspectives des entreprises menées par la Banque ont signalé un resserrement généralisé du coût et de la disponibilité du crédit (Graphique 14). L'expansion du crédit aux entreprises a reculé et se situe légèrement en deçà de sa moyenne historique.

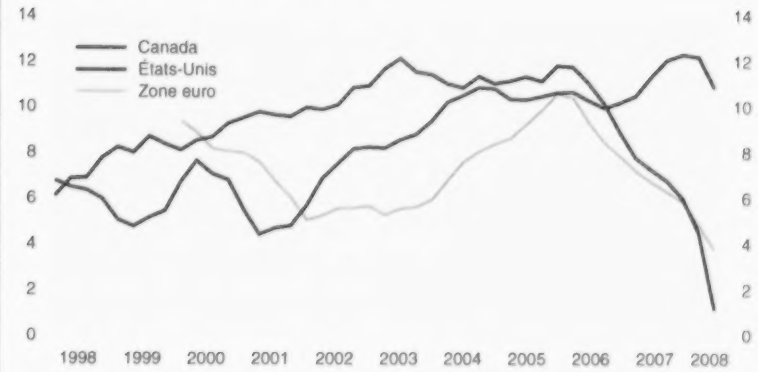
La croissance du crédit aux ménages demeure étonnamment forte, mais devrait décélérer au cours des prochains mois.

La croissance du crédit aux ménages canadiens n'a accusé qu'un léger ralentissement ces derniers mois et, selon les données les plus récentes, elle demeure étonnamment forte par rapport à son évolution passée et à ce que l'on observe sur la scène internationale (Graphique 15). Jusqu'ici, il ne semble guère que les conditions de prêt non liées au prix se soient beaucoup durcies dans le cas des ménages. L'expansion du crédit aux ménages devrait toutefois décélérer davantage, compte tenu d'un repli modeste des prix des

Graphique 15

Ensemble des crédits aux ménages

Taux de variation en glissement annuel



Nota : La valeur la plus récente est la moyenne des chiffres de juillet et d'août 2008.
Sources : Banque du Canada, Banque des Règlements Internationaux et Réserve fédérale des États-Unis

maisons et d'un affaiblissement de la progression des revenus réels.

Les taux de change

Le dollar canadien s'est fortement déprécié.

L'indice du taux de change du dollar canadien, pondéré en fonction des échanges commerciaux, s'est replié de 14 % depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet (Graphique 16). Les grandes monnaies ont été durement touchées par la montée des préoccupations concernant une récession mondiale, l'évolution des attentes au sujet des taux directeurs et les réaménagements de portefeuilles découlant des perturbations financières. Le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une large fourchette, d'environ 83 à 100 cents É.-U., depuis la parution de la *Mise à jour*. Il s'est fortement déprécié ces dernières semaines, pour s'établir à quelque 85 cents É.-U., sous l'effet conjugué de la baisse substantielle des cours des produits de base par rapport aux niveaux records qu'ils avaient atteints et des autres facteurs mentionnés ci-dessus.

Graphique 16

Taux de change

Données quotidiennes

* L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC, est un indice pondéré en fonction du commerce extérieur et comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois.

Sources : Banque du Canada et Banque fédérale de réserve de St. Louis

4. LES PERSPECTIVES

La conjoncture internationale

La présente section décrit le scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne pour la période se terminant à la fin de 2010. La Banque prend pour hypothèses que le taux de change du dollar canadien s'établira, en moyenne, à 85 cents É.-U., c'est-à-dire près de son niveau actuel, et que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme aux cours récents des contrats à terme. Le scénario de référence suppose surtout que le plan d'actions coordonnées qui a été annoncé dernièrement par les pays du G7 stabilisera les marchés financiers mondiaux et que les conditions du crédit se redresseront progressivement au Canada à mesure que ces interventions exceptionnelles seront mises en œuvre. Les principaux risques pesant sur le scénario de référence sont explicités à la fin de cette section.

L'expansion de l'économie mondiale devrait décélérer et atteindre des niveaux caractéristiques de récession en 2009.

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale devrait décélérer, passant de 3,7 % en 2008 à 2,8 % en 2009, soit un chiffre nettement inférieur au taux de croissance potentiel et proche des niveaux que la plupart des économistes considèrent comme caractéristiques d'une récession (Tableau 1). Le ralentissement sera des plus flagrant dans les grands pays industrialisés, dont les taux de croissance annuels moyens devraient se situer entre -0,1 et 0,6 % en 2009, avant de remonter dans la dernière partie de l'année et jusqu'à la fin de 2010. Ces importantes révisions à la baisse des prévisions de croissance de la Banque sont principalement imputables à la tourmente que traverse le système financier et au fait que l'on s'attend à présent à ce que les conditions restrictives du crédit se maintiennent plus longtemps et soient plus généralisées à l'échelle internationale qu'on ne l'envisageait dans les dernières livraisons du *Rapport sur la politique monétaire*. En dépit des mesures exceptionnelles que les autorités de divers pays ont récemment annoncées, ces vents contraires financiers mettront du temps à se calmer. Et en portant atteinte à la confiance des consommateurs et des entreprises, ils devraient contribuer à aggraver et à prolonger le ralentissement de l'activité. Quoique celui-ci devrait surtout toucher les économies avancées, le tassement de la demande étrangère et le durcissement mondial des conditions du crédit freineront également la croissance à court terme dans les pays à marché émergent. L'économie mondiale devrait se redresser en 2010, à mesure que les conditions financières se normaliseront, que la détente monétaire produira ses effets, que le secteur de l'habitation se stabilisera aux États-Unis et en Europe, et que les effets de l'enchérissement passé des matières premières se dissiperont.

On estime que l'économie américaine sera en récession jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009.

On estime que l'économie américaine sera en récession jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009 et demeurera plus déprimée durant le reste de l'année qu'on ne l'avait d'abord prévu, la dégradation des conditions du crédit et le recul de la confiance se traduisant par une baisse à la fois de la consommation des ménages, des investissements dans le secteur résidentiel et des investissements des entreprises. Malgré la diminution anticipée des écarts de taux sur les emprunts des entreprises et des ménages durant la période de projection, la hausse des coûts d'emprunt, le resserrement de l'offre de crédit lié au processus de réduction du levier financier qui est en cours et le durcissement des critères d'octroi de prêts continueront de brider fortement l'activité économique réelle. Les autres déterminants de la dépense des ménages sont aussi plus affaiblis qu'on ne l'avait projeté, avec la baisse continue de la valeur du patrimoine immobilier et financier et les pertes d'emploi qui réduisent le revenu réel disponible. La croissance des exportations devrait également ralentir, en raison de l'anémie de la demande mondiale. Après avoir cédé 1,7 % — d'après les projections — au troisième trimestre de 2008, le PIB réel des États-Unis devrait encore chuter de 2,5 % au trimestre suivant et de 0,5 % au premier trimestre de 2009, à mesure que se dissipera l'effet stimulateur sur la consommation des baisses d'impôt accordées provisoirement aux ménages et que se feront pleinement ressentir les conditions restrictives du crédit ainsi que l'érosion de la confiance.

Tableau 1 Projection relative à la croissance mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2007	2008	2009	2010
États-Unis	22	2,0 (2,2)	1,2 (1,6)	-0,1 (1,5)	3,2 (3,3)
Union européenne	20	2,7 (2,7)	1,0 (1,7)	0,3 (1,5)	3,0 (2,3)
Japon	7	2,0 (2,0)	0,5 (1,7)	0,6 (1,5)	2,2 (1,7)
Chine et ENI[c] d'Asie	14	10,2 (10,2)	8,1 (8,9)	7,3 (7,6)	7,5 (7,4)
Autres pays	37	6,6 (6,3)	5,5 (5,4)	4,5 (4,6)	5,5 (5,5)
Ensemble du monde	100	5,0 (4,9)	3,7 (4,1)	2,8 (3,4)	4,6 (4,4)

a. La part de chaque pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, *Mise à jour* des *Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2008
b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la *Mise à jour* de juillet 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.
c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.
Source : Banque du Canada

Plusieurs facteurs sont néanmoins propices à l'amorce d'une reprise modérée en 2009 et devraient pousser le taux de croissance au-dessus de celui de la production potentielle en 2010[5]. On peut citer, entre autres, le bas niveau des taux directeurs, la résorption de l'offre excédentaire dans le secteur du logement et la normalisation des conditions du crédit, qui devraient tous favoriser la relance de la demande intérieure. En outre, les exportations américaines devraient continuer de bénéficier des baisses passées et escomptées du dollar É.-U. en termes réels.

Par ailleurs, des données récentes portent à croire que l'activité en Europe et au Japon est nettement moins vigoureuse qu'on ne l'avait d'abord estimé. La croissance de la production effective devrait y être bien inférieure à celle de la production potentielle pour le reste de 2008 et en 2009, en raison du repli de la demande d'exportations imputable à la fois à l'incidence négative de l'appréciation antérieure des monnaies des pays concernés et à l'essoufflement de la demande à l'échelle mondiale. La demande intérieure pâtira de surcroît des conditions restrictives du crédit et des cours relativement élevés des produits de base. Enfin, au Royaume-Uni et dans la zone euro, la correction toujours en cours dans le secteur du logement donnera aussi un coup de frein aux dépenses des ménages et des entreprises.

Le ralentissement de la demande d'exportations émanant des économies avancées pèsera sur la croissance dans les pays à marché émergent. Le scénario de référence repose sur l'hypothèse que des mesures de politique monétaire et budgétaire viendront soutenir un taux de croissance durable dans ces pays tout en atténuant les tensions inflationnistes sous-jacentes. Dans les principales économies émergentes, comme la Chine, on suppose qu'une réorientation de la production vers la satisfaction de la demande intérieure aux dépens des marchés d'exportation sera favorisée par une appréciation graduelle de leur monnaie en termes effectifs réels et par une forte progression des revenus. Le climat financier devrait être moins difficile que dans les économies avancées.

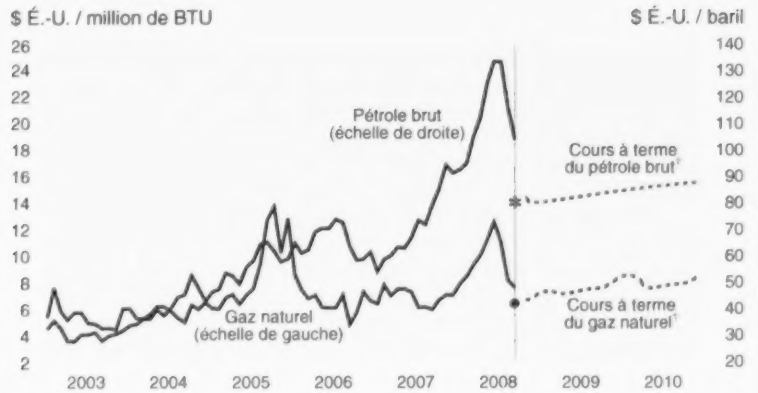
---

5. Il convient de noter que le taux de croissance de la production potentielle américaine pour ces dernières années et la période de projection a été légèrement revu à la baisse. Les changements (de l'ordre de -0,1 point de pourcentage pour le taux de croissance annuel moyen) reflètent principalement l'incidence des révisions apportées aux estimations passées du PIB réel, qui donnent à penser que la croissance tendancielle du facteur travail et de la productivité n'a pas été aussi élevée que prévu. Par conséquent, on fait maintenant l'hypothèse que le rythme d'expansion de la production potentielle des États-Unis s'établira à quelque 2,2 % durant les années 2009 et 2010, contre environ 2,6 % en 2007 et 2008.

Graphique 17

Cours au comptant et cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (17 octobre 2008)
• Cours au comptant du gaz naturel (17 octobre 2008)
† Prix moyen des contrats à terme sur les dix jours se terminant le 17 octobre 2008

Le repli des cours des produits de base non énergétiques devrait se poursuivre.

La Banque prévoit que les cours des produits de base non énergétiques fléchiront de quelque 10 % entre le quatrième trimestre de 2008 et la fin de 2010, soit une baisse un peu plus forte qu'escompté auparavant, en raison d'un tassement de la demande de matières premières dû au ralentissement de l'activité économique à l'échelle mondiale.

Les cours à terme du pétrole donnent à penser que le prix de l'or noir s'inscrira dans une fourchette de 81 à 88 dollars É.-U. le baril à l'horizon de la projection.

En se fondant sur les cours récents des contrats à terme, on suppose que les prix du pétrole brut se situeront dans une fourchette de 81 à 88 dollars É.-U. le baril durant la période de projection. Ce niveau est très inférieur à celui qui avait été pris pour hypothèse dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 17). Les prix du gaz naturel sont également inférieurs à ceux postulés en juillet. Compte tenu du resserrement de l'offre et de l'incertitude considérable entourant la demande, les cours des produits de base devraient rester volatils pendant un certain temps.

La demande et l'offre globales au Canada

Trois évolutions majeures survenues à l'échelle mondiale au cours des derniers mois — à savoir l'intensification de la crise financière, la forte détérioration des perspectives de croissance aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés ainsi que la baisse prononcée des prix des produits de base, en particulier de l'énergie — ont eu des retombées négatives sur les perspectives de l'économie canadienne. Celles-ci sont également assombries par la

révision à la baisse du taux d'accroissement postulé de la production potentielle.

Par conséquent, les prévisions de la Banque au sujet de la croissance du PIB canadien au deuxième semestre de 2008 et en 2009 ont été fortement revues à la baisse par rapport à la *Mise à jour* de juillet (Tableau 2). On s'attend maintenant à ce que, en moyenne annuelle, l'économie enregistre une croissance de 0,6 % en 2008 et en 2009 et de 3,4 % en 2010 (Graphique 18).

Le PIB devrait croître au Canada de 0,6 % en 2008 et 2009 et de 3,4 % en 2010.

Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage*

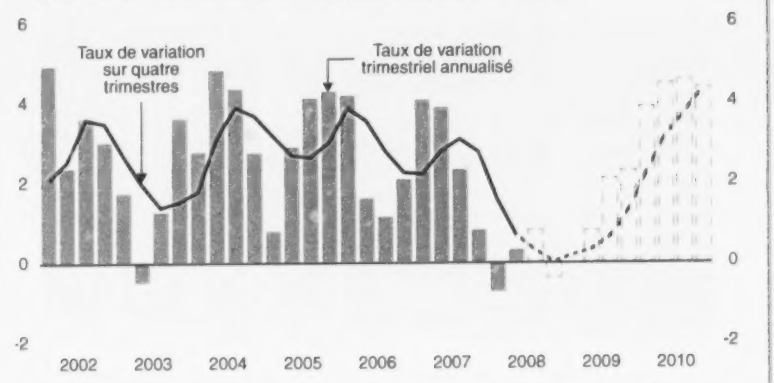
	2007	2008	2009	2010
Consommation	2,5 (2,5)	2,0 (2,1)	1,5 (2,3)	2,5 (2,4)
Logement	0,2 (0,2)	-0,2 (-0,1)	-0,6 (-0,1)	-0,3 (-0,1)
Administrations publiques	0,9 (0,9)	1,0 (0,9)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)
Investissements fixes des entreprises	0,5 (0,5)	0,2 (0,5)	-0,2 (0,5)	0,3 (0,5)
Total partiel : demande intérieure finale	4,1 (4,1)	3,0 (3,4)	1,4 (3,4)	3,1 (3,4)
Exportations	0,4 (0,4)	-1,5 (-1,1)	-0,6 (0)	1,5 (1,2)
Importations	-1,8 (-1,8)	-0,4 (-0,8)	-0,2 (-1,1)	-1,2 (-1,3)
Total partiel : exportations nettes	-1,4 (-1,4)	-1,9 (-1,9)	-0,8 (-1,1)	0,3 (-0,1)
Stocks	0 (0)	-0,5 (-0,5)	0 (0)	0 (0)
PIB	2,7 (2,7)	0,6 (1,0)	0,6 (2,3)	3,4 (3,3)
Revenu intérieur brut (RIB) réel	3,7 (3,7)	2,0 (4,0)	-1,9 (4,4)	3,2 (3,3)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.

La croissance de la demande intérieure finale devrait être atone jusque vers la fin de 2009, la hausse des dépenses de consommation se situant à un niveau très inférieur à sa tendance récente. La progression moindre de ces dépenses reflète un recul des revenus réels attendus lié au retournement récent des cours des produits de base, la réduction du taux de croissance postulé de la production potentielle et la diminution de l'avoir net des ménages découlant du repli récent des prix des actions et d'une légère dépréciation anticipée des maisons. Compte tenu des modifications survenues dans les modalités et la disponibilité du financement et d'une certaine érosion de la confiance, le niveau des investissements dans le secteur du logement devrait se conformer à l'évolution des besoins démographiques plus rapidement qu'on ne l'avait d'abord envisagé. Cette évolution implique un repli plus marqué de l'activité réelle dans le secteur de l'immobilier résidentiel en 2009 et en 2010 que ce qui était avancé dans la *Mise à jour* de

Graphique 18

Produit intérieur brut du Canada en termes réels*



* La ligne et les colonnes en pointillé correspondent aux taux de croissance projetés dans le scénario de référence.

juillet (Note technique 2). De même, on prévoit à présent une diminution des investissements des entreprises vers la fin de cette année ainsi qu'en 2009, en raison du ralentissement de la croissance du PIB à l'échelle mondiale, du durcissement des conditions du crédit et du degré élevé d'incertitude qui règne après l'aggravation de la crise financière internationale.

Le volume des exportations canadiennes devrait poursuivre sa baisse en 2009, compte tenu de la faiblesse de la demande aux États-Unis. Mais comme la progression de la demande intérieure finale en 2009 risque de décélérer, celle des importations devrait elle aussi diminuer. Ensemble, ces deux évolutions se traduiraient l'an prochain par une réduction de l'effet modérateur qu'exercent les exportations nettes sur la croissance globale.

Une offre excédentaire étant apparue dans l'économie canadienne au troisième trimestre de 2008 et la croissance du PIB devant demeurer inférieure à celle de la production potentielle tout au long de 2009, la marge de capacités inutilisées continuera d'augmenter. En 2010, toutefois, le rétablissement de conditions financières plus normales et l'effet stimulant de la détente monétaire devraient insuffler un élan aux dépenses de consommation et d'investissement. On s'attend également à ce que les exportations redémarrent en 2010, à la faveur d'un cours moins élevé du dollar canadien, de la fin de la correction qui touche le secteur du logement aux États-Unis et, de manière plus générale, de la reprise économique dans ce pays. La Banque prévoit que l'offre excédentaire se résorbera progressivement en 2010 et que l'économie canadienne tournera à pleine capacité au début de 2011.

Note technique 2

Le secteur canadien du logement

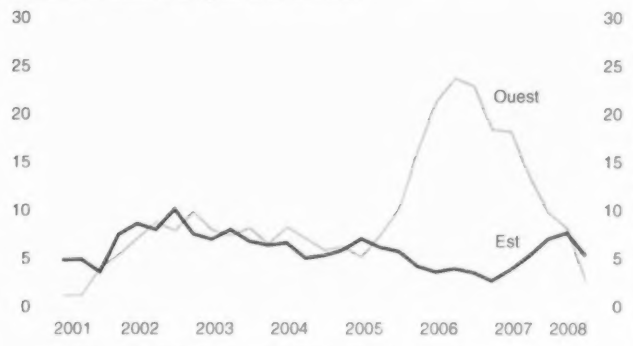
Après une décennie marquée par une croissance constante des investissements dans le secteur résidentiel et des hausses substantielles des prix des maisons, l'activité devrait ralentir sur le marché canadien du logement à l'horizon projeté. La progression robuste des investissements dans le logement observée entre 2001 et 2007 a été alimentée par le dynamisme de l'emploi, la hausse soutenue des revenus, la montée des cours des matières premières et une conjoncture favorable à l'emprunt (à savoir des taux d'intérêt relativement bas, les modalités flexibles du crédit hypothécaire et la disponibilité de lignes de crédit gagées sur l'avoir propre foncier des ménages, qui a aiguillonné la rénovation). La vigueur des investissements dans le secteur résidentiel au cours de cette période tient aussi à une résorption de la demande qui s'était accumulée après la baisse de régime constatée à la fin des années 1980 et la lente reprise qui a suivi dans les années 1990.

Les prix de l'immobilier résidentiel ont enregistré une forte progression entre 2001 et 2007, les prix réels des maisons neuves et existantes s'étant accrus de 28 % et 43 %, respectivement. Le rythme de l'augmentation a été particulièrement robuste dans l'Ouest canadien, où l'action conjuguée d'un bilan migratoire positif, de revenus en hausse et d'une offre limitée de logements a tiré les prix vers le haut. Un renchérissement marqué de l'immobilier résidentiel a également été constaté dans le reste du pays (Graphique A).

Graphique A

Prix de revente des maisons au Canada

Taux de variation en glissement annuel



Source : Calculs fondés sur les données de Royal LePage

La Banque prévoit depuis un certain temps un ralentissement de l'activité et de la montée des prix dans le secteur du logement, mais ce tassement a tardé à se manifester. Durant les deux derniers trimestres, toutefois, les investissements dans ce secteur ont été inférieurs aux prévisions, et l'on s'attend à présent qu'ils diminuent plus rapidement qu'on l'avait anticipé, pour diverses raisons. Premièrement, plusieurs

(suite)

Note technique 2

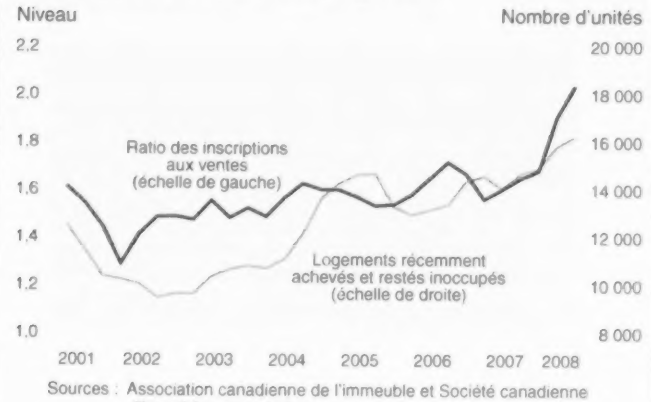
Le secteur canadien du logement (suite)

facteurs cycliques sont à l'œuvre : la faiblesse de l'activité économique, le recul concomitant de la croissance de l'emploi et la détérioration des termes de l'échange sont appelés à limiter la hausse des revenus, ce qui exercera des pressions à la baisse sur la demande. Deuxièmement, le resserrement des conditions du crédit, conjugué à une perte de confiance imputable à une accentuation de l'incertitude, devrait aussi conduire à une baisse de la demande et de l'offre de logements au cours de l'année à venir. Enfin, l'activité de rénovation, qui explique l'essentiel de la croissance des investissements dans le secteur du logement au cours des trois dernières années, ralentira probablement, car elle se ressent aussi du fléchissement des prix des maisons. Au total, ces évolutions devraient amener le niveau d'activité dans la construction résidentielle à redevenir conforme aux besoins démographiques plus rapidement qu'on ne l'avait prévu.

Le repli conjoncturel de la demande de logements, combiné au renforcement de l'offre constaté dernièrement (qu'atteste l'augmentation récente du nombre des inscriptions et des habitations neuves encore inoccupées), devrait entraîner une légère baisse des prix dans la plupart des régions du pays, des reculs plus importants étant attendus sur les marchés qui avaient enregistré les hausses de prix les plus fortes (Graphique B). Comme indiqué dans des livraisons précédentes du *Rapport sur la politique monétaire*, le renchérissement des maisons a contribué de façon importante à soutenir les dépenses réelles des ménages, notamment celles consacrées aux travaux de rénovation, grâce aux emprunts garantis par l'avoir propre foncier. Cette contribution diminuera sensiblement dans l'avenir.

Graphique B

Indicateurs du marché du logement



Sources : Association canadienne de l'immeuble et Société canadienne d'hypothèques et de logement

La projection en matière d'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait baisser en 2009, puis remonter à 2 % avant la fin de 2010.

Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait se hisser à 1,8 % au quatrième trimestre de 2008, à mesure que l'incidence des réductions antérieures des prix des automobiles s'atténuera et fera plus que compenser les légères pressions à la baisse engendrées par l'offre excédentaire au sein de l'économie (Tableau 3). Cependant, un repli modeste des prix des logements et l'élargissement de l'écart de production entraîneront probablement un recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2009, laquelle touchera un creux de 1,5 %. Dans la foulée de la diminution de l'offre excédentaire et sous la poussée d'un certain renchérissement des importations, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait remonter à 2 % avant la fin de 2010.

Tableau 3 Résumé des projections selon le scénario de référence[a]

	2008				2009		2010
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.	
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)[b]	-0,8 (-0,3)	0,3 (0,8)	0,8 (1,3)	-0,4 (1,8)	0,4 (2,8)	2,2 (3,2)	4,4 (3,4)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,7)	0,7 (0,9)	0,3 (0,6)	0 (0,9)	0,2 (1,9)	1,0 (2,8)	3,4 (3,3)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,4 (1,4)	1,5 (1,5)	1,6 (1,5)	1,8 (1,8)	1,7 (1,9)	1,6 (2,0)	1,9 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,8 (1,8)	2,3 (2,2)	3,4 (3,8)	2,6 (4,1)	1,7 (3,6)	1,0 (2,0)	1,9 (2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,4 (2,4)	2,9 (2,8)	4,0 (4,4)	3,2 (4,7)	1,7 (3,6)	1,0 (2,0)	1,9 (2,0)
WTI[c] (niveau)	98 (98)	124 (124)	119 (141)	82 (142)	82 (143)	84 (142)	87 (141)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 octobre 2008.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait glisser sous 1 % au milieu de 2009 et retourner à la cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

Les taux d'accroissement de l'IPC global (sur douze mois) prévu par la Banque sont désormais plus bas que ceux avancés dans la *Mise à jour* de juillet, essentiellement du fait que les cours postulés du pétrole brut sont moins élevés. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre au-dessous de 1 % au milieu de 2009. Les attentes d'inflation étant bien ancrées et l'équilibre entre l'offre et la demande globales en voie de se rétablir, la Banque prévoit que le taux d'augmentation de l'IPC global retournera au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

Les risques entourant la projection

La Banque estime que les risques liés à son scénario de référence révisé au sujet de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés. Ce scénario tient compte maintenant de l'intensification récente de la crise financière internationale, d'une légère récession à l'échelle du globe et des diverses actions menées pour dénouer la crise. L'évolution de la crise financière, son incidence sur l'économie mondiale et le temps nécessaire pour que se fassent sentir les effets des diverses mesures extraordinaires prises pour y remédier font peser des risques majeurs, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection.

Les mesures exceptionnelles mises en place pour irriguer le système en liquidités, reconstituer le capital des banques et restaurer les flux de crédit contribueront certes à améliorer le fonctionnement des marchés et à relancer le crédit, mais le processus pourrait être plus lent qu'escompté. En outre, l'interaction entre les conditions restrictives du crédit et le ralentissement de l'activité économique pourrait s'avérer encore plus étroite qu'on ne le présume et avoir des retombées négatives sur les perspectives de l'économie mondiale, le niveau des cours des produits de base et l'évolution de la croissance au Canada, ce qui atténuerait les tensions inflationnistes. En revanche, les conditions financières pourraient s'améliorer plus rapidement que la Banque ne l'anticipe dans son scénario de référence. Un tel dénouement, conjugué au coup de fouet qu'il donnerait sans doute à la confiance des entreprises et des ménages, représente un risque à la hausse pour la projection en matière de croissance et d'inflation au pays.

À cette source de risque majeure se greffent d'autres risques, à la hausse et à la baisse, concernant l'évolution de l'inflation au pays.

Parmi les risques à la hausse, les tensions inflationnistes dans le monde représentent encore une certaine menace. Premièrement, bien que les cours des matières premières aient reculé et que la demande mondiale faiblisse, il subsiste des signes de tensions inflationnistes dans les économies de marché émergentes. Ces ten-

sions pourraient se propager à l'économie canadienne en faisant grimper les prix à l'importation. Deuxièmement, même si la croissance de la production potentielle vient d'être revue à la baisse dans le scénario de référence, la progression de la productivité pourrait continuer de décevoir, ce qui réduirait encore la croissance de la production potentielle et intensifierait les pressions inflationnistes. Troisièmement, il est possible que les investissements des entreprises augmentent davantage que la Banque ne s'y attend, compte tenu des intentions exprimées et de la capacité de bien des entreprises de se financer à même leurs fonds propres.

Pour ce qui est des risques à la baisse, les détaillants pourraient accroître leurs rabais face à l'essoufflement de la consommation, vu le niveau actuellement élevé des marges bénéficiaires. Les pressions qui s'exercent dans le sens d'une baisse de l'inflation au Canada en seraient renforcées. Elles pourraient encore s'accentuer si les prix des logements se mettaient à fléchir, en particulier dans les régions où ils ont connu une très forte hausse.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais
en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : www.banqueducanada.ca

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique

1583, rue Hollis, 5e étage
Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 1V4
David Amirault, *représentant principal (Analyse économique)*
Monique LeBlanc, *représentante principale (Monnaie)*

Ontario

150, rue King Ouest, 20e étage, bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 1J9
Jane Voll, *représentante principale (Analyse économique)*
Manuel Parreira, *représentant principal (Monnaie)*

Colombie-Britannique et Yukon

200, rue Granville, bureau 2710
Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4
Farid Novin, *représentant principal (Analyse économique)*
Lori Rennison, *représentante principale (Analyse économique)*
Trevor Frers, *représentant principal (Monnaie)*

Québec

1501, avenue McGill College, bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8
Thérèse Laflèche, *représentante principale (Analyse économique)*
Phuong Anh Ho Huu, *représentante principale (Monnaie)*

Provinces des Prairies, Nunavut et Territoires du Nord-Ouest

404–6th Avenue SW, bureau 200
Calgary (Alberta) T2P 0R9
Mark Illing, *représentant principal (Analyse économique)*
Ted Mieszkalski, *représentant principal (Monnaie)*

Bureau de New York

Consulat général du Canada
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020–1175
États-Unis
Zahir Lalani, *consul et représentant principal de la Banque du Canada*

Pour de plus amples renseignements sur la Banque du Canada

Publications

Rapport sur la politique monétaire* et *Mise à jour

Compte rendu détaillé de la politique et des stratégies de la Banque du Canada et analyse de la conjoncture économique et de son incidence sur l'inflation. Le *Rapport* paraît en avril et en octobre; la *Mise à jour*, en janvier et en juillet. Publications gratuites.

Enquête sur les perspectives des entreprises* et *Enquête auprès des responsables du crédit

Publications trimestrielles gratuites

Revue du système financier

Publication semestrielle qui rassemble les recherches, les analyses et les opinions de la Banque du Canada sur diverses questions concernant le système financier. Publication gratuite.

Revue de la Banque du Canada

Publication trimestrielle contenant des commentaires de nature économique et des articles de fond. Sur abonnement.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

Recueil complet de données financières se rapportant au Canada publié tous les mois dans le site Web de la Banque.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières

Recueil de 20 pages de statistiques sur les banques et le marché monétaire publié toutes les semaines dans le site Web de la Banque.

Pour obtenir des renseignements sur les publications de la Banque, s'adresser au :

Service de la diffusion des publications
234, rue Wellington, Ottawa K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8248;
Numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248
Télécopieur : 613 782-8874
Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

Internet

http://www.banqueducanada.ca
Accès rapide aux communiqués et aux allocutions du gouverneur, aux principales publications de la Banque ainsi qu'à des données financières à jour

Information publique

Pour obtenir des renseignements d'ordre général sur le rôle et les fonctions de la Banque, communiquer avec le Service d'information publique :

Téléphone : 1 800 303-1282
Télécopieur : 613 782-7713
Adresse électronique : info@banqueducanada.ca

Pour se renseigner sur les soldes non réclamés :

Téléphone : 1 888 891-6398
Télécopieur : 613 782-7802
Adresse électronique : soldesnr@banqueducanada.ca